

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Karel Husník**

**Ekonomické a právní postavení  
České národní banky  
v prostředí inflace a deflace**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: Doc. JUDr. PhDr. Ilona Bažantová, CSc.

Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): 20. 06. 2020

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 119.375 znaků včetně mezer.

Karel Husník

V Praze dne 20. června 2020

Chtěl bych poděkovat paní doc. JUDr. PhDr. Iloně Bažantové, CSc. za pomoc, trpělivost, ochotu a čas, který mi věnovala při realizaci této diplomové práce.

# Obsah

Úvod	5
1 Česká národní banka a její právní postavení	7
1.1 Nezávislost ČNB	10
1.2 Postavení ČNB vůči ostatním složkám státní moci	12
2 Inflace a deflace neboli růst a pokles cenové hladiny	15
2.1 Důvody růstu cenové hladiny	15
2.2 Měření inflace	16
2.3 Deflace a deflační past	19
3 Měnověpolitické režimy a metoda cílování	22
3.1 Historie českých měnových režimů do r. 1997	23
3.2 Inflační cíl České národní banky	25
4 Mechanismus cílování inflace Českou národní bankou	28
4.1 Měnověpolitické nástroje	28
4.1.1 Operace na volném trhu	29
4.1.2 Stanovení zákonných úroků z prodlení jako referenční cena peněz pro podnikatelský sektor	31
4.1.3 Stanovení povinných minimálních rezerv	32
4.2 Transmisní kanály	33
4.2.1 Kurzový kanál	36
4.2.2 Úrokový a úvěrový kanál	36
4.2.3 Kanál cen ekonomických aktiv	37
5 Nekonvenční měnověpolitické nástroje v podmínkách deflace a krize	39
5.1 Pojem kvantitativní uvolňování	40
5.1.1 Počátky kvantitativního uvolňování jako nekonvenčního nástroje	41
5.1.2 Návrh na zákonné zakotvení českého kvantitativního uvolňování	43
5.2 Jednostranný kurzový závazek ČNB podpořený devizovými intervencemi	44
5.2.1 Odpůrci a jejich argumenty	46
5.2.2 Příznivci a jejich argumenty	48
6 Prognózy a inflační očekávání	51
6.1 Vytváření prognóz	51
6.2 Inflační očekávání	53
Závěr	55
Seznam grafů, tabulek a schémat	58
Seznam použitých zdrojů	59
Příloha č. 1 Inflační cíle České národní banky	64
Příloha č. 2 Vývoj dvoutýdenní repo sazby ČNB	65
Abstrakt / Abstract	69

## Úvod

Česká národní banka (dále také „ČNB“), stejně jako ostatní centrální banky vyspělých tržních států, má nezastupitelné místo v národním hospodářství. Její právní zakotvení je poměrně rigidní přesto, že je hlavním subjektem měnové politiky a zásadně ovlivňuje z mnoha úhlů pohledu finanční trh a celý finanční sektor, který naopak je velmi živým organismem přímo reagujícím na všechny ekonomické změny, turbulence a krize jak u nás, tak v zahraničí. ČNB si v roce 1997 sama zvolila a od ledna 1998 používá metodu inflačního cílení a sama si stanovuje a aktualizuje výši inflačního cíle: je tedy zřejmé, že základní měnověpolitické chování a jednání České národní banky je pevně spjata s inflací, resp. deflací.

Cílem této práce je analyzovat z právního a poté i z ekonomického hlediska postavení České národní banky a měnověpolitické nástroje, které může centrální banka při dosahování svého inflačního cíle v současnosti efektivně používat. Základní kritérium bude makroekonomické prostředí inflace, resp. deflace, přičemž použiji nové členění nástrojů na standardní (konvenční) a nestandardní (nekonvenční). Je také otázkou, zda právní zakotvení v podstatě vycházející z ekonomické teorie a centrálněbankovní praxe konce 20. století a z požadavků evropsko-unijní konvergence (předcházející našemu vstupu do Evropské unie v roce 2004) je stále dostačující pro praktickou měnověpolitickou činnost ČNB v novém tisíciletí při turbulentních ekonomických procesech.

Metodu vhodnou pro tento multidisciplinární (ekonomický a právní) přístup je analýza, deskripce v historické projekci a komparace, vycházet budu jak z ústavního a zákonného zakotvení, tak z dokumentů a údajů České národní banky uveřejňovaných na jejích webových stránkách, i z odborných článků a učebnic, dále z údajů Českého statistického úřadu a ekonomických studií.

O činnost České národní banky se zajímám dlouhodobě – již v roce 2014 jsem v rámci Studentské vědecké odborné činnosti na PF UK (SVOČ) na popud zahájení měnových intervencí v listopadu 2013 napsal práci o ČNB, inflaci a deflaci, která se umístila na prvním místě fakultního kola SVOČ v sekci národního hospodářství a postoupil jsem do československého kola. Následujícího roku jsem psal o kvantitativním uvolňování. Z obou těchto prací SVOČ ve své diplomové práci taktéž čerpám.

Struktura diplomové práce je následující: v první kapitole analyzuji postavení nezávislé České národní banky z hlediska jejího ústavního i zákonného zakotvení a definice cíle včetně vztahu k ostatním složkám státní moci. Cíl České národní banky, cenová stabilita a její dosahování, je ukotven do pojmu „inflace“, neboli růstu cenové hladiny. Ve druhé kapitole

definuji inflaci a její měření a zaměřím se i na pojem „deflace“, která je z hlediska měnové politiky centrálních bank jevem, který se také musí brát v úvahu při nastavení měnověpolitických nástrojů. Těžiště práce bude v kapitole třetí, čtvrté a páté. Ve třetí kapitole se zaměřím na měnové režimy obecně a na metodu cílování různých ekonomických veličin. Z historického pohledu popíšu měnové režimy v České republice do roku 1997 a inflační cíl ČNB vyjádřený v tzv. čisté inflaci, na změnu inflačního cíle na celkovou inflaci měřenou jako změnu cenové hladiny spotřebního koše (CPI). Mechanismus cílování inflace a měnovou politikou České národní banky stanovený inflační cíl, který je dosahován pomocí měnových nástrojů, charakterizuji ve čtvrté kapitole. Nejprve budu analyzovat nástroje standardní (konvenční) používané při dezinflaci a popíšu, jak při změnách úrokových sazeb reaguje národní hospodářství přes transmisní mechanismus. Transmisní mechanismus působí přes kurzový, úrokový a úvěrový kanál a kanál cen aktiv na cenovou hladinu. Nekonvenční nástroje používané v podmínkách deflace popíšu v kapitole páté, kde bude dán prostor pro hodnocení nekonvenčního nástroje ČNB – jednostranného kurzového závazku, a to ze dvou protichůdných pohledů. V šesté kapitole se zmíním o prognózách, které mají vliv na nastavení úrokových sazeb ČNB. Práci doplním grafy, tabulkami a přehlednými schémata.

Závěr práce shrne postavení, právní a ekonomické možnosti a meze používání měnověpolitických nástrojů Českou národní bankou k dosahování jí vytýčeného cíle.

# 1 Česká národní banka a její právní postavení

Nová samostatná Česká republika vznikla k 1. lednu 1993 a bylo jasné, že nový stát musí mít svou vlastní centrální banku.<sup>1</sup> Česká národní banka měla své kořeny ve Státní bance československé<sup>2</sup> a na sklonku bývalého Československa umožnil ústavní zákon z 13. listopadu 1992 přijatý pod č. 541/1992 Sb., o dělení majetku České a Slovenské Federativní Republiky, tímto začít rozdělovat i československou centrální banku na dvě národní.<sup>3</sup> Dne 16. prosince 1992 byla přijata Ústava České republiky, vyhlášená pod č. 1/1993 Sb. V ní se objevilo v samostatné šesté hlavě Ústavy, v čl. 98, výslovné pojmenování banky („Česká národní banka“) a vymezení cíle centrální banky. Původní zakotvení cíle ČNB bylo dosahování měnové stability, nicméně toto bylo změněno ústavním zákonem č. 448/2001 Sb., kterým byla provedená stručná novela Ústavy. Ta s účinností k 1. lednu 2002 zakotvila pro ČNB cíl dosahování cenové stability.

Ústava České republiky vymezuje postavení ČNB jen velmi rámcově. V hlavě šesté, v článku 98 odst. 1 nám říká: „*Česká národní banka je ústřední bankou státu. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu; do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona.*“, v odstavci druhém je pak konstatováno: „*Postavení, působnost a další podrobnosti stanoví zákon.*“ Toto znění neznamena automatickou nezávislost ČNB, říká jen, že její pravomoci musí být definovány, resp. omezeny zákonem. Na druhou stranu, centrální bance nelze přikazovat nebo po ní požadovat, aby činila něco, co nemá vymezeno v zákoně či není možné regulovat Českou národní banku na základě podzákoných právních předpisů či příkazů exekutivy.

Česká národní banka ovšem není standardním orgánem z hlediska Ústavy ČR, neboť její postavení je odlišné.<sup>4</sup> Jejím prostřednictvím se nenaplnuje moc státu, není součástí moci zákonodárné, výkonné ani soudní. V našem ústavním pořádku teoreticky jiný druh moci neexistuje, nemáme ani „moc bankovní“, ani „moc finanční“. Podle autorů učebnice finančního práva Česká národní banka je (na rozdíl od Ministerstva financí, které je ústředním správním úřadem a organizační složkou státu) orgánem státu s vlastním rozpočtem. Autoři učebnice navíc

---

<sup>1</sup> Viz BAŽANTOVÁ, I.: Vlastní stát – vlastní měna: právní kontinuita československé a české měny. In GERLOCH, A., ŽÁK-KRZYŽANKOVÁ, K. (eds.). *Ústavní kontinuita České republiky s československou tradicí*. Plzeň: Nakladatelství Aleš Čeněk, 2018, s. 307-318.

<sup>2</sup> Blíže viz BAŽANTOVÁ, I.: *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: Institucionální pohled*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, s. 118-127.

<sup>3</sup> KUNERT, J., NOVOTNÝ, J.: *Centrální bankovníctví v českých zemích*. Praha: Česká národní banka, 2008, s. 125-127.

<sup>4</sup> Blíže viz PAVLÍČEK, V. a kol.: *Ústavní právo a státověda. II. Díl*. Praha: Linde a.s., 2008, s. 699.

ještě upozorňují, že pozitivněprávně jde o právnickou osobu veřejného práva.<sup>5</sup> Za „veřejnoprávní instituci“ je Česká národní banka označena také v Odůvodnění komplexního pozměňovacího návrhu Sněmovního tisku č. 791 novely zákona o České národní bance provedené zák. č. 192/2020 Sb., která byla ve znění komplexního pozměňovacího návrhu schválena: „[...] činnost, kterou Česká národní banka vykonává, provádí k plnění svých zákonných úkolů, což již vyplývá z článku 98 Ústavy ve spojení s úpravou v zákoně o České národní bance a s čl. 2 Listiny základních práv a svobod, podle kterého je veřejnoprávním institucím zakázáno vše, co jim právem není výslovně dovoleno nebo co jim není výslovně přikázáno.“<sup>6</sup>

Přesto má Česká národní banka výhradní postavení v Ústavě, i když to je spíše výjimečné<sup>7</sup> zakotvení. Je to z toho důvodu, aby bylo zafixováno postavení a cíl centrální banky a aby bylo zdůrazněno, že činnosti a úlohy tykající se měnových nástrojů a vydávání peněz jako základní podmínky dobrého ekonomického fungování společnosti mají být nedílnou pravomocí a odpovědností ČNB. Tyto oblasti jsou pro ekonomické fungování státu zásadní a postavení České národní banky v rámci Ústavy toto postavení zdůrazňuje.

Zákonem upřesňujícím postavení ČNB je zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů (dále také „zákon o ČNB“). Tento zákon je pro fungování a výkon pravomocí České národní banky klíčový: upravuje totiž podrobně vztah ČNB k ostatním složkám státní moci. Ústava definuje měnověpolitické zakotvení cíle a zákon blíže konkretizuje měnověpolitické činnosti České národní banky. Zákon o ČNB dává centrální bance další kompetence a v těchto kompetencích má jiné postavení. Pokud se podíváme do zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v ustanovení § 1 je definice postavení ČNB následující:

*„(1) Česká národní banka je ústřední bankou České republiky, orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem a orgánem příslušným k řešení krize.*

*(2) Česká národní banka je právnickou osobou veřejného práva se sídlem v Praze.*

*(3) České národní bance jsou svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném tímto zákonem a jinými právními předpisy.“*

---

<sup>5</sup> KARFÍKOVÁ, M. a kol.: *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer, 2018, s. 54.

<sup>6</sup> Parlament ČR, Poslanecká sněmovna, VIII. volební období, Sněmovní tisk č. 791: Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, in <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=791&CT1=0> [online 20. 6. 2020].

<sup>7</sup> BAŽANTOVÁ, I., LOUŽEK, M.: Ekonomická a právní analýza nezávislosti centrálních bank. *Politická ekonomie*, 2001, ročník IL, č. 2, s. 177.



Česká národní banka je právnickou osobou, která se nezapisuje do obchodního rejstříku. ČNB je řízena kolektivním orgánem, v čele stojí sedmičlenná bankovní rada. ČNB na základě svého základního postavení vykonává podle zákona o ČNB tyto činnosti:<sup>8</sup>

1. jako centrální (ústřední) banka státu podle § 2 odst. 2 zákona o ČNB určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince a řídí peněžní oběh a vede bankovní účty státu, obcím a jiným veřejnoprávním osobám; zastupuje Českou republiku v Evropské unii ve věcech měnových;<sup>9</sup>
2. jako správní úřad dohlíží a reguluje celý finanční trh (v roce 2006 byla ČNB pověřena sjednoceným dohledem nad finančním trhem); rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku nebo snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému a udržení finanční stability a vytváří tak makrobezpečnostní politiku; v případě potřeby spolupracuje na tvorbě makro-obežetnostní politiky s orgány státu, jejichž působnosti se tato politika týká;
3. jako podnikatel v oblasti bankovníctví<sup>10</sup> poskytuje peněžní a obchodní služby, především provádí mezibankovní platební styk (§ 38 a § 40 zák. o ČNB), za úplatu provádí multiclearingové zúčtování v CERTIS (Systém mezibankovního platebního styku).

Jednotlivé činnosti nelze úplně striktně oddělovat. Některé činnosti (např. bankovní dohled nebo mezibankovní platební styk) zprostředkovávají informace nutné pro provádění měnové politiky. Finanční stabilita a fungování finančních trhů (peněžního, kapitálového a devizového trhu) je také základní podmínkou pro cenovou stabilitu. Navíc je zřejmé, že pravomoci České národní banky zasahují do více právních odvětví a pokrývají celou oblast měnové politiky a regulace finančního trhu a jsou upřesněny dalšími zákony (např. zákonem o bankách, devizovým zákonem, zákon o platebním styku atd.).

---

<sup>8</sup> Blíže viz PAVLÍČEK, V. a kol.: *Ústavní právo a státověda. II. Díl.* Praha: Linde a.s., 2008, s. 701. Také KARFÍKOVÁ, M. a kol.: *Teorie finančního práva a finanční vědy.* Praha: Wolters Kluwer, 2018, s. 55.

<sup>9</sup> Ačkoli ČR není součástí Evropské Měnové Unie a naší měnou není euro, tak ČNB je součástí Evropského systému centrálních bank a Evropského systému dohledu nad finančními trhy a spolupracuje s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými orgány dohledu nad finančními trhy. Blíže informace ČNB a její oficiální web, viz [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/) a [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni-vztahy/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/) [online 20. 6. 2020].

<sup>10</sup> Blíže viz PAVLÍČEK, V. a kol.: *Ústavní právo a státověda. II. Díl.* Praha: Linde a.s. 2008, s. 705.

## 1.1 Nezávislost ČNB

Podle Z. Revendy centrální banky ve vyspělých zemích provádějí měnovou politiku, ale jinou otázkou je, zda také rozhodují o nástrojích, postupech a cílech. Stěžejní roli zde hraje stupeň samostatnosti a nezávislosti centrální banky, přičemž v současnosti převládá uspořádání, že kdo provádí měnovou politiku, tak o ní taktéž rozhoduje.<sup>11</sup> Představitelé ekonomické teorie veřejné volby (Public Choice), ordoliberalní školy i nové institucionální ekonomie zdůvodnili,<sup>12</sup> že pro to, aby centrální banka mohla plnit svůj cíl, musí být nezávislá a nesmí do její činnosti zasahovat exekutiva. Legislativci usoudili, že měnověpolitické záležitosti jsou pro fungování státu a jeho ekonomiku natolik důležité, že při uspořádání měnověpolitických opatření musí převážet odbornost a nemohou být rozhodovány volbami, centrální bankovníctví je tedy zákonem chráněno před zasahováním výkonné moci.

V současnosti se nejčastěji používají tzv. evropská kritéria nezávislosti centrálních bank,<sup>13</sup> tak jak jsou zakotvena v základních dokumentech EU, tedy Smlouvě o fungování Evropské unie v konsolidovaném znění (SFEU) a Statutu Evropské centrální banky. Osobní nezávislost je určena tak, že funkční období vrcholných orgánů centrálních bank musí být alespoň pět let a členové nemohou být odvoláni vládou. Finanční nezávislost stanoví zákaz využívat centrální banku k úvěrování vlády a veřejného sektoru, tedy oddělit centrální banku od veřejných rozpočtů, a také se stanoví zákaz pro exekutivu stanovovat nebo ovlivňovat rozpočet centrální banky. Institucionální nezávislost znamená, že centrální banky nemohou požadovat nebo přijímat pokyny od orgánů EU, vlád členských zemí apod. Funkční nezávislost znamená vázanost prvořadým cílem – cenovou stabilitou při podpoře obecných hospodářských politik. Instrumentální nezávislost znamená možnost vybírat si měnové nástroje a rozhodovat o jejich použití tak, aby byl splněn prvořadý cíl centrální banky.

Nezávislost ČNB vyplývá ze zakotvení v samostatné hlavě v Ústavě a v zákoně, i když toto slovo „nezávislost“ nikde uvedeno výslovně není. Výkladem nezávislost ČNB podpořil též ve svém nálezu Ústavní soud České republiky, a to konkrétně v nálezu spis. zn. PL. ÚS 59/2000,

---

<sup>11</sup> REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1999, s. 43.

<sup>12</sup> Blíže k jednotlivým zdůvodněním viz BAŽANTOVÁ, I., LOUŽEK, M.: Ekonomická a právní analýza nezávislosti centrálních bank. *Politická ekonomie*, 2001, ročník IL, č. 2, s. 177-189; také KOTLÁN, V.: *Politická ekonomie nezávislosti centrální banky*. Praha, Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky 2001; KODEROVÁ, J., SOJKA, M., HAVEL, J.: *Teorie peněz*. Praha: Wolters Kluwer 2008, s. 165 an.

<sup>13</sup> ŠMÍDKOVÁ, K., TŮMA, Z.: Soudobé evropské pojetí nezávislosti centrální banky. *Finance a úvěr*, 1999, č. 49, s. 507-510.

publikovaném ve Sbírce nálezů a usnesení Ústavního soudu sv. 22 pod č. 90 a ve Sbírce zákonů pod č. 278/2001 Sb.

Česká národní banka má svůj cíl stanovený jak Ústavou, tak i zákonem, ale přesná kvantifikace a použité instrumenty měnové politiky jsou v rukách bankovní rady (viz dále). Hlavním cílem ČNB dle čl. 98 Ústavy je od 1. 1. 2002 péče o cenovou stabilitu. Nebylo tomu tak vždy, původně byl ve znění Ústavy cíl „péče o měnovou stabilitu“. To bylo změněno novelou zák. č. 448/2001 Sb. Je zajímavé, že ke změně došlo ještě dříve v zákoně o České národní bance, a to již v roce 2000 (zák. č. 442/2000 Sb.) s účinností od 1. ledna 2001. Tato novela zákona o ČNB vedla k ústavní stížnosti ohledně odchylného stanovení cíle v zákoně a Ústavě a další ústavní stížnosti ohledně jmenování do funkce guvernéra a viceguvernéra bankovní rady prezidentem republiky.<sup>14</sup> Dnes tedy již máme péči o cenovou stabilitu definovanou samotnou Ústavou, i když zákon o ČNB č. 6/1993 Sb. tuto úpravu v § 2 odst. 1 ještě doplňuje a na zákonné úrovni rozšiřuje ještě o „další“ činnost, péči o stabilitu finanční: *„Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.“*

Cíl činnosti České národní banky je sice určen Ústavou a zákonem, ale bez bližšího určení, co znamená cenová stabilizace ve smyslu konkrétní výši míry inflace. Česká národní banka má plně instrumentální nezávislost, protože podle § 23 až § 26 a § 35 až § 36 zákona o ČNB jsou nástroje měnové regulace vyjmenovány velmi volně. Podle § 5 odst. 1 zák. o ČNB je v gesci České národní banky, který nástroj kdy a jak použije, aby dosáhla cenové stability: *„Bankovní rada určuje měnovou a makroobezřetnostní politiku a nástroje pro jejich uskutečňování. Rozhoduje o zásadních opatřeních měnové a makroobezřetnostní politiky, v oblasti dohledu nad finančním trhem a v oblasti řešení krize na finančním trhu.“*

Nezávislé postavení ČNB ve smyslu institucionální nezávislosti můžeme vyčíst až ze zákona o České národní bance, a to konkrétně v § 9 odstavec první: *„Česká národní banka, bankovní rada ani žádný člen bankovní rady nesmějí při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvou o Evropské unii, Smlouvou o fungování Evropské unie a*

---

<sup>14</sup> *Nálezy Ústavního soudu České republiky*, č. 90 a č. 91, svazek 22 Sb. n. u. ÚS, publikované ve Sbírce zákonů pod č. 278/2001 Sb. a č. 285/2001 Sb.

*Statutem a při výkonu dalších činností vyžadovat ani přijímat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády a jiných orgánů České republiky, dále od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Evropské unie, od vlád členských států Evropské unie nebo od jakéhokoli jiného subjektu.“*

Personální nezávislost je daná v Ústavě a v zákoně o ČNB, kdy žádný z členů bankovní rady nemůže být odvolán exekutivou. Jmenování členů bankovní rady ČNB provádí prezident republiky bez kontrasignace na základě čl. 62 písm. k) Ústavy. Tak jako má prezident republiky právo členy Bankovní rady jmenovat, tak má právo je i odvolávat. Tato pravomoc je mu ale dána jen zákonem o ČNB (§ 6 odst. 2), tudíž by podléhala kontrasignaci vlády. Je přesně definována neslučitelností funkce člena Bankovní rady ČNB s jinými funkcemi a ust. § 6 odst. 5 zák. o ČNB určuje „generální klausuli“: *„Členství v bankovní radě je dále neslučitelné s jakoukoliv činností, která může způsobit střet zájmů mezi prováděním této činnosti a členstvím v bankovní radě.“*

Dále pak musí člen bankovní rady ČNB splňovat obecné podmínky dle ust. § 6 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Jedná se především o bezúhonnost a odbornou způsobilost. Bezúhonností se má na mysli, že člen bankovní rady nebyl odsouzen za trestný čin. Členem bankovní rady může být jen občan České republiky, který má vysokoškolské vzdělání. Zákon nevyžaduje tedy striktně ekonomické vzdělání, nicméně zákon o ČNB vyžaduje, aby osoba byla dle § 6 odst. 6 písm. d) *„v měnových záležitostech nebo v oblasti finančního trhu uznávanou a zkušenou osobností.“*

## **1.2 Postavení ČNB vůči ostatním složkám státní moci**

Nezávislost obecně musí být spojena s odpovědností, otevřeností a kredibilitou. Institucionální nezávislost České národní banka neznamena, že s ostatními státními orgány nekomunikuje, či že nemusí poskytovat informace vládě, poslancům a veřejnosti. Podle § 3 odst. 1 zák. o ČNB Česká národní banka prostřednictvím svého guvernéra podává Poslanecké sněmovně nejméně dvakrát ročně zprávu o měnovém vývoji. Pokud se na tom usnese Poslanecká sněmovna, je ČNB povinna předložit mimořádnou zprávu o měnovém vývoji, a to do 30 dnů. Dále je povinna podle § 3a zákona o ČNB poskytovat nejméně jedenkrát za rok Poslanecké sněmovně zprávu o finanční stabilitě a též o makrobezpečnostní politice. Dále podle § 45d odst. 1 zák. o ČNB vypracovává a předkládá oběma komorám Parlamentu ČR a vládě zprávu o výkonu dohledu nad finančním trhem. Ta je součástí zprávy o finanční stabilitě a musí být

předložena do 30. června následujícího roku. Odbornou veřejnost informuje na svých webových stránkách nejméně jednou za tři měsíce o měnovém vývoji (§ 3 odst. 5 zák. o ČNB).

V rámci finanční nezávislosti není ČNB financována ze státního rozpočtu. Česká národní banka nakládá s vlastním majetkem včetně devizových rezerv s odbornou péčí (§ 47a zák. o ČNB) a ze svých výnosů hradí náklady na svoji činnost. Pokud vytvoří zisk, použije jej k doplnění rezervního fondu a dalších fondů a zbytek odvede do státního rozpočtu. Podle § 47 zákona o ČNB, Česká národní banka hospodaří podle rozpočtu, který musí být členěn tak, aby z něj byly zřejmé výdaje na pořízení majetku a výdaje na provoz České národní banky.

Zprávu o výsledku svého hospodaření a auditorem ověřenou účetní závěrku (§ 48 odst. 2 zák. o ČNB) předkládá Poslanecké sněmovně. Tyto zprávy může Poslanecká sněmovna schválit, vzít na vědomí nebo odmítnout. Odmítnutí ovšem nemá žádný právní následek. Podle § 3 odst. 3 zákona č. 166/1993 Sb., o Nejvyšším kontrolním úřadu, „*Úřad vykonává kontrolu hospodaření České národní banky v oblasti výdajů na pořízení majetku a výdajů na provoz České národní banky.*“

Česká národní banka nemá zákonodárnou iniciativu. Návrhy prostřednictvím ministerstva financí předkládá vládě, která je oprávněna je jako návrh zákona předložit Poslanecké sněmovně. ČNB má právo tímto způsobem předkládat návrhy zákonů v oblastech dotýkajících se „měny, peněžního oběhu, peněžního trhu, platebního styku a zákonných úprav týkajících se působnosti a postavení ústřední banky. Spolu s ministerstvem financí předkládá ČNB vládě návrhy zákonných úprav devizového hospodářství a regulace vydávání elektronických peněz. S ministerstvem financí Česká národní banka spolupracuje na přípravě zákonných úprav v oblasti finančního trhu.“<sup>15</sup>

Spolupráce mezi vládou a Českou národní bankou je velmi široká a formálně je upravena zákonem o ČNB. Česká národní banka si vyměňuje s vládou celou řadu informací. Ať již v oblasti hospodářské a měnové politiky, tak i v oblastech týkajících se úpravy zákonů. Stanovisko ČNB je potřeba k návrhům zákonů týkajících se její působnosti. Banka plní též poradní funkci směrem k vládě v ohledech své kompetence a působnosti (§ 10 zák. o ČNB). Ministr financí je oprávněn zúčastnit se hlasování bankovní rady ČNB a jeho hlas má poradní váhu. Dále je mu umožněno podávat návrhy k projednání na zasedání bankovní rady ČNB (§ 11 odst. 1). Naproti tomu, guvernér nebo viceguvernér mají právo zúčastnit se jednání vlády a mají též poradní hlas (§ 11 odst. 2). Guvernér je také členem Bezpečnostní rady státu.

---

<sup>15</sup> Viz PAVLÍČEK, V. a kol.: *Ústavní právo a státověda. II. Díl.* Praha: Linde, 2008, s. 709.

Česká národní banka je přímo ze zákona povinna spolupracovat s Evropskou unií, podporovat její hospodářskou politiku včetně hospodářské politiky České republiky. Což upravuje v článku 131<sup>16</sup> i Smlouva o fungování Evropské unie (SFEU). Součástí Evropského systému centrálních bank je ČNB od 1. května 2004. Česká národní banka má zastoupení ve 13 výborech,<sup>17</sup> v každém jsou 2 zaměstnanci, které jmenovala bankovní rada.<sup>18</sup> Tuto podporu dále rozvíjí § 2 odst. 3 zákona č. 6/1993 Sb., ve znění pozdějších novel. Banka je povinna spolupracovat s ostatními centrálními bankami jiných států, ale i „orgány dohledu nad finančními trhy jiných států a s mezinárodními finančními organizacemi a mezinárodními organizacemi zabývajícími se dohledem nad bankami, institucemi elektronických peněz a finančními trhy.“<sup>19</sup>

Česká národní banka může vydávat sekundární právní předpisy. Jsou to vyhlášky vydávané v rámci kompetence ČNB, jejich rozsah je upraven v § 22 zákona o ČNB, a jsou zveřejňovány ve Sbírce zákonů. Dále pak Česká národní banka vydává akty opatření, pokud je k tomu zmocněna zákonem [§ 44 odst. 2 písm. e) zákona o ČNB]. Opatření se zveřejňují ve Věstníku České národní banky. V něm jsou též zveřejňovány Úřední sdělení ČNB (§ 49a odst. 3, 4, 5 zákona o ČNB).

---

<sup>16</sup> Každý členský stát zajistí, aby jeho vnitrostátní právní předpisy, včetně statutu jeho národní centrální banky, byly slučitelné se Smlouvami a se Statutem ESCB a ECB, in Smlouva o fungování Evropské unie, Konsolidované znění, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT> [on line 20. 6. 2020].

<sup>17</sup> Těmi jsou Výbor pro účetnictví a měnový příjem, Výbor pro bankovky, Výbor pro finanční stabilitu, Výbor pro vnější komunikaci, Výbor vnitřních auditorů, Výbor pro mezinárodní vztahy, Výbor pro informační technologii, Výbor pro právní záležitosti, Výbor pro operace na trhu, Výbor pro měnovou politiku, Výbor pro platební styk a zúčtování, Výbor pro statistiku, Konference lidských zdrojů.

<sup>18</sup> Blíže viz o ECB a ESCB oficiální webové stránky ČNB, in [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni-vztahy/ecb-a-escb/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/ecb-a-escb/) a také oficiální webové stránky Evropské unie a Evropské centrální banky [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank\\_cs](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_cs) [on line 20. 6. 2020].

<sup>19</sup> Viz PAVLÍČEK, V. a kol.: *Ústavní právo a státověda II. Díl*, Praha: Linde a.s., 2008, s. 702.

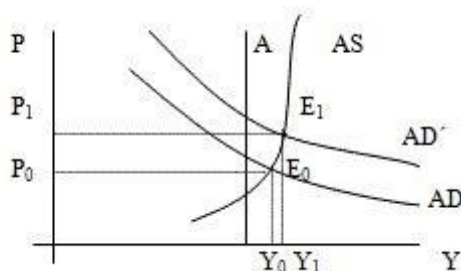
## 2 Inflace a deflace neboli růst a pokles cenové hladiny

Podle ustálené ekonomické teorie, dochází-li v národním hospodářství za určité delší časové období k růstu cenové hladiny, je tento vývoj označován jako inflace, opačná situace, kdy cenová hladina delší období klesá, jako deflace.<sup>20</sup> Spotřebiteli je inflace obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje – je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek domácí měny a tím dochází k poklesu kupní síly na jednotku měny. Inflace tedy vede k přerozdělování národního důchodu, ke znehodnocování úspor a zvyšuje transakční náklady a špatně alokuje zdroje. Aby Česká národní banka mohla plnit svůj hlavní cíl cenové stability a aplikovat správné nástroje, musí analyzovat jak příčiny pohybu cenové hladiny včetně budoucího vývoje, tak používat vhodné ukazatele měření.

### 2.1 Důvody růstu cenové hladiny

Inflace, tedy růst cenové hladiny, vzniká větším růstem množství peněz v oběhu bez odpovídajícího růstu reálného produktu (HDP). Okřídlené je úsloví monetaristy a nositele Nobelovy ceny za ekonomii za rok 1976 Milтона Friedmana (1912–2006), že inflace je monetární jev. Každá teoretická ekonomická škola od dob Adama Smitha měla svou teorii peněz,<sup>21</sup> ale v učebnicích ekonomie (tzv. ekonomie hlavního proudu) se obvykle objevují dvě základní příčiny vzniku inflace. První příčinou je růst cenové hladiny z důvodu vyššího růstu agregátní poptávky než růstu agregátní nabídky. Mluví se o tzv. poptávkové inflaci.

**Graf č. 1: Cenová hladina (P) tažená poptávkou**



**Zdroj:** RUSMICOVÁ, L., SOUKUP, J. a kol. *Makroekonomie*. Slaný: Melandrium 1995, s. 84, upraveno.

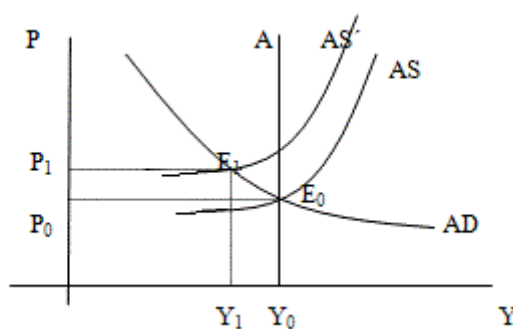
<sup>20</sup> HOLMAN, R.: *Ekonomie*. 6. vydání. Praha: C. H. Beck 2016, s. 527 an; nebo JUREČKA, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010, s. 112 an.

<sup>21</sup> KODEROVÁ, J., SOJKA, M., HAVEL, J.: *Teorie peněz*. Praha: Wolters Kluwer 2008.

Vyšší růst agregátní poptávky může být způsobený expanzivní fiskální politikou a deficitním financováním prostřednictvím veřejných rozpočtů, zvýšením transferových plateb, přílišným úvěrováním při rozvolněných podmínkách bankovních úvěrů, přílivem spekulativního zahraničního kapitálu atd.

Druhou příčinou může být růst cenové hladiny z důvodu zvyšování cen vstupů do výroby, tedy růstu relativních cen výrobních faktorů. Nejčastěji se jedná o komodity s velkým multiplikačním účinkem jako je např. ropa a energie obecně. Mluvíme o nabídkové inflaci či nákladové. Příčinou mohou být i zvýšené sazby nepřímých daní (daň z přidané hodnoty, spotřební daně) či zavádění nových daní nebo ekologických recyklačních plateb.<sup>22</sup>

**Graf č. 2: Cenová hladina (P) tlačena náklady**



**Zdroj:** RUSMICOVÁ, L., SOUKUP, J. a kol. *Makroekonomie*. Slaný: Melandrium 1995, s. 85, upraveno.

Z hlediska rychlosti rozlišujeme mírnou inflaci v jednotkách procentních bodů, někdy se používá i název plíživá inflace. Pokud se nachází v koridoru inflačního cíle, centrální banka volí většinou jen nástroje „jemného ladění“ (viz dále). Nezdravý ekonomický vývoj signalizuje tzv. pádivá inflace v desítkách procent. Ta se většinou nedá zvládnout izolovaně pouze monetárními nástroji, ale je nutná celková restrukturalizace ekonomiky.

## 2.2 Měření inflace

K měření růstu nebo poklesu cenové hladiny používáme různé cenové indexy, které definuje Český statistický úřad<sup>23</sup> (ve spolupráci s Eurostatem):

- a) Index spotřebitelských cen (*Consumer Price Index* – CPI) je nejčastější ukazatel. Vychází z tzv. spotřebitelského koše podle metodiky Českého statistického úřadu.

<sup>22</sup> JUREČKA, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010, s. 125.

<sup>23</sup> Oficiální web Českého statistického úřadu, in <https://www.czso.cz> [on line 20. 6. 2020].



Počítá se jako procentuální poměr hodnoty daného koše v cenách běžného roku k hodnotě spotřebitelského koše v cenách základního období (základní období je nyní vztaženo k roku 2015), přičemž jednotlivé položky mají různé váhy (ve smyslu váženého průměru);

- b) Index cen výrobců (*Producer Price Index – PPI*) vychází z koše výrobních faktorů (vstupů do výroby, např. suroviny, energie, polotovary, technologie atd.) a lze s ním také porovnávat konkurenceschopnost národního hospodářství;
- c) Implicitní cenový deflátor (*Implicit Price Deflator – IPD*) je procentuální podíl nominálního a reálného hrubého domácího produktu.

Pro analytické účely se používají na stejném „košovém principu“ i dílčí indexy, např. index cen stavebních prací, ceny průmyslových výrobců, ceny průmyslových výrobců v eurozóně, ceny tržních služeb (zahrnují ceny vnitrostátní nákladní dopravy, služeb pošt a telekomunikací, peněžnictví, pojišťovnictví, ostatních podnikatelských služeb a stočného), ceny zemědělských producentů atd.<sup>24</sup>

Česká národní banka v období let 1998 až 2000 používala tzv. *čistou inflaci*. Jednalo se o specifický typ tzv. *jádrové*<sup>25</sup> inflace. Nejprve se vypočítala metodou spotřebního koše celková inflace, ale byly vyloučeny z výpočtu regulované a usměrňované ceny a byl odečten vliv nepřímých daní.

Inflace se dá měřit různými způsoby, ale vždy za určité období a vždy k určitému základu; vyjadřuje se v procentních bodech jako míra inflace. Míra inflace je tedy procentní změna daného cenového indexu za určité období k určitému základu v národní měně.

Na příkladu změny hladiny spotřebitelského koše (CPI) jsou ukázány základní rozdíly:

1. *Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen*: jedná se o procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsíců. V únoru 2020 byla 3 %, v květnu 2020 byla 3,1%.<sup>26</sup>
2. *Průměrná roční míra spotřebitelské inflace*: jedná se o hodnotu téhož ukazatele v prosinci daného roku. Za rok 2019 byla ve výši 2,8 %.<sup>27</sup> Příkladem jsou údaje v tabulce č. 1 (viz níže).

---

<sup>24</sup> Definice Český statistický úřad, in <https://www.czso.cz> [on line 20. 6. 2020].

<sup>25</sup> JUREČKA, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010, s. 128.

<sup>26</sup> Údaje a definice Český statistický úřad, viz [https://www.czso.cz/csu/czso/inflace\\_spotrebitelske\\_ceny](https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny) [on line 20. 6. 2020].

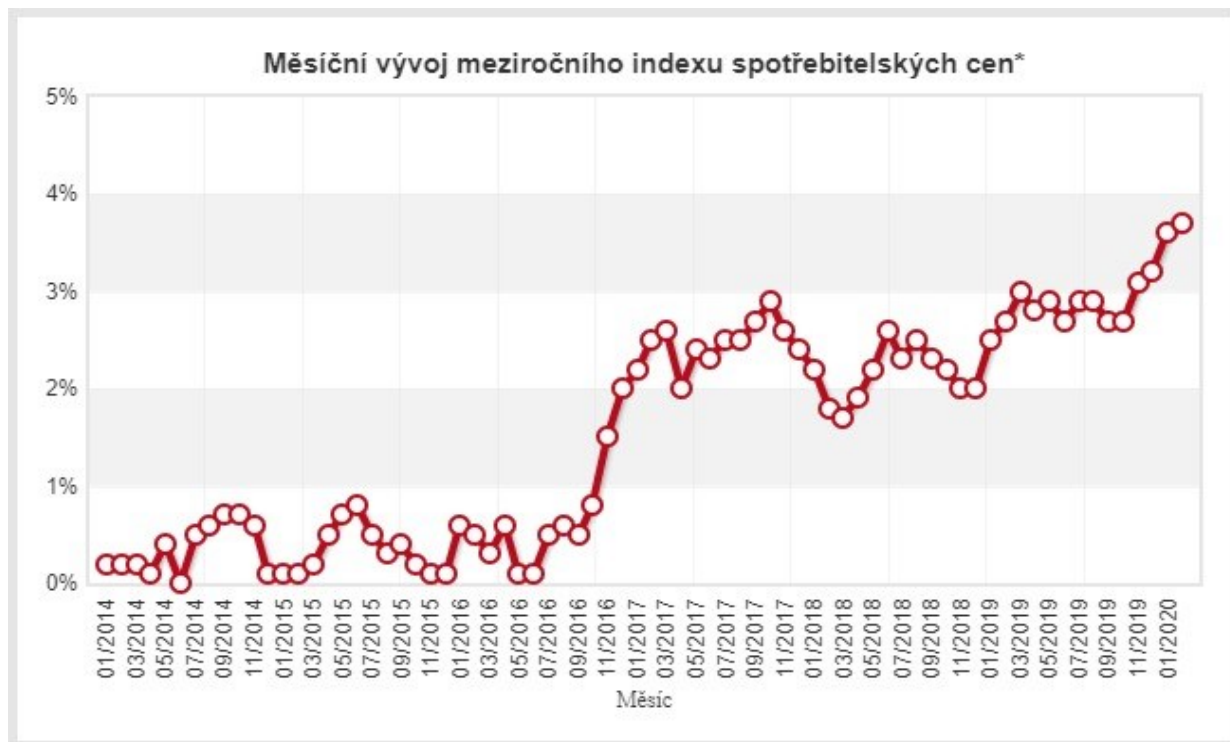
<sup>27</sup> Tamtéž.

3. *Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku:* je to procentní změna cenové hladiny ve vykazovaném měsíci daného roku proti stejnému měsíci předchozího roku, v únoru 2020 se jednalo o výši 3,7 %, v květnu 2020 činila 2,9 %.<sup>28</sup> Příkladem jsou údaje v grafu č. 3 (viz níže).

4. *Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k předchozímu měsíci:* je to procentní změna cenové hladiny sledovaného měsíce proti předchozímu měsíci, v únoru 2020 se tato hladina změnila o 0,3 %, v květnu 2020 o 0,4 %.<sup>29</sup>

Pro vyhodnocení použitých měnověpolitických nástrojů a pro tvorbu prognóz je nutné zachytit trend, ať již ve formě grafů nebo tabulek.

**Graf č. 3: Měsíční vývoj meziročního CPI**



**Zdroj:** Český statistický úřad, in [https://www.czso.cz/csu/czso/inflace\\_spotrebitelske\\_ceny](https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny) [online 20. 6. 2020]

<sup>28</sup> Údaje a definice Český statistický úřad, viz [https://www.czso.cz/csu/czso/inflace\\_spotrebitelske\\_ceny](https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny) [on line 20. 6. 2020].

<sup>29</sup> Tamtéž.

**Tabulka č. 1: Průměrná roční míra spotřebitelské inflace**

<b>Rok</b>	<b>Průměrná roční míra inflace CPI</b>	<b>Rok</b>	<b>Průměrná roční míra inflace CPI</b>
2000	3,9 %	2010	1,5 %
2001	4,7 %	2011	1,9 %
2002	1,8 %	2012	3,3 %
2003	0,1 %	2013	1,4 %
2004	2,8 %	2014	0,4 %
2005	1,9 %	2015	0,3 %
2006	2,5 %	2016	0,7 %
2007	2,8 %	2017	2,5 %
2008	6,3 %	2018	2,1 %
2009	1,0 %	2019	2,8 %

**Zdroj:** Český statistický úřad, in [https://www.czso.cz/documents/10180/132433649/inflace\\_2000\\_2019.pdf](https://www.czso.cz/documents/10180/132433649/inflace_2000_2019.pdf) [online 20. 6. 2020].

Proces snižování míry inflace se nazývá dezinflace. Radikální dezinflace snižuje agregátní poptávku, vyvolává nestabilitu a rozkolísání finančního trhu. Novodobá měnová historie evropských centrálních bank po 2. světové válce do konce století je většinou historií více či méně úspěšných pokusů o snižování míry inflace.

Špatná hospodářská politika 60. let 20. století, založená na expanzivní fiskální politice, ve většině vyspělých zemí v polovině 70. let spolupůsobila tzv. stagflaci. Stagflace je situace, kdy klesá HDP a zaměstnanost a současně roste cenová hladina. Z hlediska měnové politiky centrálních bank je to jedna z nejhorších situací, protože nefungují ani standardní, ani nestandardní (nekonvenční) měnové nástroje.

### **2.3 Deflace a deflační past**

Opakem inflace je deflace. Jedná se o situaci, kdy dochází k poklesu cenové hladiny a zároveň ke zhodnocování domácí měny vůči zahraniční měně. Je přerozdělováno bohatství od dlužníků k věřitelům v důsledku poklesu některých cen, protože tento pokles je rychlejší než změny v mzdových a úvěrových smlouvách. Věřitelé tak rychleji bohatnou a zároveň dlužníci chudnou. K deflaci dochází většinou v období recese. *„Deflací se vesměs rozumí trvalý všeobecný pokles cenového indexu, jako indexu spotřebitelských cen nebo deflátoru HDP. Podle*

*zkušenosti deflace nastupuje snižováním množství peněz v oběhu anebo rychlosti jejich oběhu.*<sup>30</sup> Ekonomičtí experti, na rozdíl od spotřebitelů, jimž se klesající ceny líbí, z dlouhodobé deflace radost nemají.

Pokud se jedná o deflacii vyvolanou růstem produktivity práce, inovacemi, zvýšením kvality zboží a služeb apod., tedy roste-li celkový produkt ve stejné či vyšší kvalitě rychlejším tempem než peněžní zásoba a cenová hladina klesá, tak se není třeba makroekonomicky znepokojovat. Pokud je deflace vyvolaná např. prudce rostoucí poptávkou po penězích (držbou hotovostních zůstatků a finančních neinvestičních instrumentů) během finanční paniky či útekem k bezpečným aktivům, např. zlatu, tak může nastat nebezpečí deflační spirály.

O deflační pasti se mluví při souběhu deflace a dlouhodobé recese (stagnace hospodářství), kdy centrální banka nemá standardní nástroje na potlačení deflace (úrokové sazby by teoreticky neměly být záporné, resp. by se nejednalo o úroky, ale o dotace). Odstrašujícím příkladem negativních důsledků dlouhodobě působící deflace je Japonsko v minulých cca 20 letech.<sup>31</sup>

Hlavní negativní dopady deflace jsou ztracené impulsy pro podnikání a inovace. Ceny klesají, ale mzdy také a úroky se blíží nule. Tuto skutečnost oceňují věřitelé a lidé, kteří shromažďují větší množství kapitálu. Současně se cenová hladina propadá rychleji než mzdy, avšak nominální hodnota závazků a pohledávek zůstává neměnná, reálná hodnota závazků a pohledávek naopak roste. Následkem toho nastává přerozdělování kapitálu od dlužníků k věřitelům.

Deflace může být i procesem záměrným: tento příklad známe z československé měnové historie, z období roku 1922, kdy ministr financí Alois Rašín (1867–1923) intervencemi zvyšoval kurz československé měny vůči švýcarskému franku.<sup>32</sup> Avšak současně tvrdě uplatňoval měnovou i fiskální restrikcii, a ta způsobovala československému hospodářství, především exportním odvětvím, značné potíže a zvyšovala se nezaměstnanost. Podnikům závislým na bankovních úvěrech při poklesu cen jejich výrobků stoupala reálná výše splácených

---

<sup>30</sup> HANNICH, G.: *Deflace – utajené nebezpečí*. Praha: Earth Save 2008, s. 12.

<sup>31</sup> KRUGMAN, P., DOMINQUEZ, K., ROGOFF, K.: It's Baaack: Japan's Slum and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2 (1998), pp. 137-205; STUHLÍKOVÁ, Z.: *Japonská ekonomika ve 21. století: Trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014.

<sup>32</sup> Rašín provedl revaluaci československé měny, což bylo měnové opatření, kterým se zpevňuje domácí měna vůči zahraniční měně nebo měnám (zvýší se kurz domácí měny) a které může snížením cen dováženého zboží a služeb způsobit deflacii. V roce 1922 při Rašínových intervencích byl kurz československé koruny na burze v Curychu 19 centimů při domácí kupní síle koruny ve výši cca 10 centimů, v roce 1925 po ukončení deflační politiky byl rovnovážný kurz na curyšské burze zhruba ve výši 15,5 centimů za 1 korunu. Blíže viz BAŽANTOVÁ, I.: *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: Institucionální pohled*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, s. 50.

úroků. Díky fiskální restrikci, avšak jen částečné a slabé konjunktury se od roku 1921 sice dostal státní rozpočet do rovnováhy, ale na druhou stranu to vyvolalo všeobecnou nespokojenost, neboť výsledkem poválečné restrikce bylo zmrazení růstu platů státních zaměstnanců a omezení vyplácení různých sociálních dávek a podpor. Záměrnou deflační politikou prováděnou zvyšováním kurzu domácí měny došlo i k rozkolísání bankovní soustavy a k pozdější sanaci bank, kdy se mnoho bank (mimo Živnostenské banky, Moravské banky a Legiobanky) dostalo do problémů, protože zvláště exportéři nebyli schopni splácet přijaté úvěry.<sup>33</sup> Na politickou misku vah byla dávana zásluha, že deflační politika napomohla upevnit národnostně český charakter národního hospodářství při vykupování akcií a vlastnických podílů nostrifikovaných podniků a bank, a dále zásluha o zpevnění měny a zvýšení prestiže našeho národního hospodářství v zahraničí.

---

<sup>33</sup> BAŽANTOVÁ, I.: *Centrální bankovnictví v české historii po současnost: Institucionální pohled*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, s. 51.

### 3 Měnověpolitické režimy a metoda cílování

Podle učebnice financí<sup>34</sup> je měnověpolitický režim způsob, jakým je prováděna měnová politika. V evropských ekonomikách se používá obecně pojem „cílování“ jako střednědobý nástroj, využívající prognózy dané veličiny. Slovo cílování (*targeting*) se objevilo v češtině až v polovině 90. let s pojmem cílování inflace, ale cílování lze používat i obecně ve smyslu ovlivňování určité veličiny v předem stanovené vizi nebo rámci.

Zacílení dané veličiny by mělo být v souladu s platným legislativním zakotvením hlavního cíle dané centrální banky, případně zakotvení více cílů v určité hierarchii. S touto výhradou centrální banky mohou používat tyto základní měnověpolitické režimy:<sup>35</sup>

a) *Režim s implicitní nominální kotvou* – centrální banka cíluje určité veličiny definované interně v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu veřejnému deklarování či jinému vyhlášení. Může to být určitý peněžní agregát nebo úvěrový agregát apod. Předpokladem pro úspěšné fungování tohoto režimu je vysoká důvěryhodnost centrální banky, kdy kroky a opatření prováděné centrální bankou nemusí dopodrobna vysvětlovat odborné veřejnosti nebo předkládat jinému orgánu na vědomí nebo ke schválení.

b) *Cílování peněžní zásoby* – při cílování peněžní zásoby centrální banka sleduje tempo růstu zvoleného peněžního agregátu, tj. nabídky peněz v určitém likvidním typu. Otázkou je ovšem samotná volba peněžního agregátu vhodného k cílování, nejčastěji se volí agregát M2.<sup>36</sup> Vychází se z kvantitativní peněžní teorie, že růst cenové hladiny je v delším časovém horizontu ovlivňován růstem peněžní zásoby.

c) *Cílování devizového kurzu* – v režimu cílování měnového kurzu se centrální banka snaží prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu (ať již ve fixním kurzu nebo s určitým flukтуаčním rozpětím) vůči měně jedné země či více zemí. U více zemí se mluví o tzv. měnovém koši. Většinou se jedná o ekonomicky a politicky důvěryhodnou zemi, se kterou (většinou) probíhá zásadní obchodní výměna. Předpokladem fixace devizového

<sup>34</sup> ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P.: *Základy financí*. Praha: Grada 2011, s. 54.

<sup>35</sup> Tamtéž, s. 54-55. Viz také vysvětlení na oficiálním webu České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/castokladene-dotazy/Jake-jsou-rezimy-menove-politiky/> [online 20. 6. 2020].

<sup>36</sup> V ČR se měnová báze člení na peněžní agregáty M1, tedy na tzv. úzké peníze, které tvoří oběživo a jednodenní vklady. M2 jsou střední peníze, které zahrnují úzké peníze (M1) plus navíc vklady s dohodnutou splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. M3 jsou široké peníze, které obsahují M2 plus obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace, které jsou blízkými substituty vkladů. Eurosystem definuje M1, M2 a M3 jinak než Česká republika. Viz Česká národní banka: *Zpráva o inflaci II/2020*. Praha: ČNB, květen 2020, s. 40. Zpráva je dostupná také in [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy\\_o\\_inflaci/2020/2020\\_II/download/ZOI\\_2020\\_II.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2020/2020_II/download/ZOI_2020_II.pdf) [online 20. 6. 2020].

kurzu je dostatek devizových zásob a spolupráce a koordinace monetární, fiskální a zahraničněobchodní domácí hospodářské politiky. Historicky bylo možné cílovat kurz domácí měny vůči nějakému aktivu, např. zlatu, což od poloviny 70. let 20. století pro členy Mezinárodního měnového fondu (IMF) možné není.

d) *Cílování inflace* – centrální banka s určitým předstihem veřejně stanoví výši míry inflace či určitý inflační interval jako svůj konečný cíl, o jehož dosažení bude usilovat svými monetárními nástroji přes operační cíl (nejčastěji krátkodobou úrokovou mírou).<sup>37</sup> Cílování inflace může být striktní nebo flexibilní. „*Striktní cílování inflace znamená, že centrální banka udělá vše pro dosažení svých inflačních cílů bez ohledu na následky na ostatní makroekonomické ukazatele, flexibilní cílování znamená, že centrální banka je krátkodobě ochotna slevit se svých inflačních cílů ve prospěch stabilizace ostatních veličin, např. zaměstnanosti nebo měnového kurzu.*“<sup>38</sup> Centrální banka může naformulovat případy mimořádných situací, kdy se inflační cíl může změnit. Vysoká transparentnost umožňuje formovat inflační očekávání. Na druhou stranu, dlouhodobým neplněním cíle ztrácí měnová politika centrální banky důvěryhodnost.

### 3.1 Historie českých měnových režimů do r. 1997

Od vzniku české měny na začátku roku 1993 do měnové krize v květnu 1997 dominovala postkeynesovská koncepce pevného měnového kurzu jako měnové kotvy, která stabilizuje nejistotu v platbách v zahraničním obchodu a v mezinárodních investicích. Jednalo se o kombinaci udržování fixního kurzu s cílováním peněžní zásoby vyjádřeného měnovým agregátem M2.<sup>39</sup> Měnověpolitický režim odrážel Ústavou definovaný cíl České národní banky jako péče o stabilitu (české) měny.

Kurz československé koruny v roce 1990 byl silně podhodnocen a koruna několikrát devalvována, aby se mj. vytvořil „devalvační proexportní polštář“.<sup>40</sup> Kurz československé a poté české koruny byl stanoven jako fixní s vazbou na měnový koš zahraničních měn (nejdříve pěti měn, od 1. dubna 1993 koš dvou měn – německé marky a amerického dolaru, v poměru 65:35) s úzkým oscilačním pásmem  $\pm 0,5 \%$  a od února 1996 s širším pásmem  $\pm 7,5 \%$ . V říjnu 1995 došlo k vyhlášení plné (vnější) směnitelnosti, a to účinností nového devizového zákona č.

---

<sup>37</sup> JÍLEK, J.: *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada 2013, s. 124.

<sup>38</sup> KVASNIČKA, M.: Cílování inflace: Teorie a praxe. *Politická ekonomie*, 2000, č. 5, s. 649.

<sup>39</sup> TOMŠÍK, V. a kol.: *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Nakladatelství Aleš Čeněk, 2018, s. 48-49.

<sup>40</sup> TOMŠÍK, V. a kol.: *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Nakladatelství Aleš Čeněk, 2018, s. 44, 49.

219/1995 Sb. Objevilo se ale tzv. trilema měnové politiky (*impossible trinity*),<sup>41</sup> kdy centrální banka není schopná současně prosadit pevný měnový kurz, volný mezinárodní pohyb kapitálu a nezávislé používání měnověpolitických nástrojů. Fixní kurz, vyšší nominální úrokové sazby oproti srovnatelným zahraničním státům, příliv zahraničního kapitálu, deficit běžného účtu platební bilance a plná vnější směnitelnost – to vše dohromady bylo pozvánkou pro zahraniční spekulativní kapitál, který se na jaře 1997 zaměřil i na Českou republiku. Důvěru v udržení kurzu české měny ztráceli i devizoví tuzemci. Česká národní banka po zhruba desetidenní neúspěšné snaze udržet fixní kurz české koruny v oscilačním pásmu pomocí devizových intervencí ve výši 2,3 mld. USD opustila fixní režim a přešla na volný systém s řízeným floatingem kurzu měny podle vývoje kurzu české koruny k německé marce.<sup>42</sup> Řízený floating jako kurzový systém byl uplatňován od června 1997 do října 2013. Byl to systém, který ČNB nezavazoval k povinným devizovým intervencím, intervence byly prováděny podle uvážení bankovní rady České národní banky a je třeba připojit, že „klasické“ devizové intervence na otevřených devizových trzích proti apreciaci české koruny nebyly v období od října 2002 až do listopadu 2013 využity. Česká národní banka však prováděla devizové obchody „mimo trh“, když zajišťovala devizovou směnu pro stát z příjmů z privatizace a později ze strukturálních fondů EU do české koruny.<sup>43</sup>

V prosinci roku 1997 (mimo jiné jako reakce na centrální bankou nezvládnutou měnovou krizi v květnu 1997) došlo ke změně měnové politiky a Česká národní banka se rozhodla začít cílit na předem oznámené inflační rozpětí při řízeném floatingu oproti své dřívější metodě ovlivňování množství oběživa podle ex post analýzy měnové báze (cílení na peněžní agregát M2) při fixním kurzu měny. Je to zajímavý, spíše právní problém, protože v té době hlavní cíl ČNB jak v Ústavě, tak v zákoně o České národní bance, byl definován primárně jako měnová stabilita, nikoli cenová stabilita. Cíl cenové stability byl do Ústavy zakotven až v r. 2002. Podle České národní banky však „přechod k novému režimu měnové politiky nebyl změnou její úlohy, ale pouze způsobu, jakým je tato úloha plněna.“<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> MANDEL, M.: Měnový kurz české (československé) koruny: poznámky a otazníky. In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 47 an.

<sup>42</sup> BAŽANTOVÁ, I.: *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: Institucionální pohled*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, s. 143-144; dále také MANDEL, M.: Měnový kurz české (československé) koruny: poznámky a otazníky. In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 49.

<sup>43</sup> MANDEL, M.: Měnový kurz české (československé) koruny: poznámky a otazníky. In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 50-51.

<sup>44</sup> Viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/> [on line 20. 6. 2020].



Z hlediska cíle této diplomové práce lze období od roku 1993 do měnové krize v květnu 1997 charakterizovat jako deflační, kdy v transformující se ekonomice byla zhruba 10% míra spotřebitelské inflace, kromě roku 1993, kdy byla spotřebitelská inflace ve výši 20,8 %.<sup>45</sup> Česká národní banka používala standardní měnové nástroje, především repo operace (viz Příloha č. 2).

### 3.2 Inflační cíl České národní banky

Koncem roku 1997 centrální banka bez jakýchkoli odborných konzultací či diskuse oznámila, že k 1. lednu 1998 přechází na metodiku cílování inflace, když za hlavní cílovací agregát byla vybrána tzv. *čistá inflace*. Cílování inflace bylo v té době novým měnovým nástrojem, který používalo jen pár vyspělých zemí,<sup>46</sup> a navíc tzv. čistá inflace (cenová hladina počítaná pomocí CPI „očišťená“ od regulovaných a usměrňovaných cen a dopadu nepřímých daní) byla českým specifíkem nikde jinde nepoužívaným. Podle T. Holuba<sup>47</sup> to byla okolnostmi jednoznačně vynucená situace, protože v roce 1998 docházelo k rychlé deregulaci do té doby státem určovaných cen, navíc deregulaci prováděla dočasná úřednická vláda Josefa Tošovského. Čistá inflace zahrnovala 80 % spotřebního koše.

Cílování čisté inflace spočívalo na principu vyhlášení inflační prognózy centrální bankou v určitém intervalu (původně ročním a tříletém horizontu) k určitému datu (plnění cílů bylo směřováno k prosinci daného roku, což nebylo šťastně zvoleno) a závazku banky používat měnověpolitických nástrojů tak, aby bylo vyhlášeného cíle dosaženo. Cíl byl stanoven jako flexibilní, s předem stanovenými výjimkami z plnění cíle, pokud by se objevily exogenní a nepředvídatelné faktory:<sup>48</sup>

- a) výrazné odchylky světových cen surovin, energetických zdrojů a komodit od jejich predikce;
- b) výrazné odchylky devizového kurzu, které nesouvisejí s vývojem domácích fundamentálních veličin a s domácí měnovou politikou;
- c) výrazné změny v podmínkách zemědělské výroby s dopadem na ceny zemědělských

---

<sup>45</sup> V roce 1993 kromě rozdělení Československa vstoupila v účinnost nová daňová soustava zavádějící mj. DPH, což zvedlo cenovou hladinu na 20,8 %. V roce 1994 byla inflace ve výši 10 %, v roce 1995 klesla na 9,1 %, viz ČSÚ.

<sup>46</sup> Tuto metodiku v té době používala Kanada, Nový Zéland, Austrálie, Brazílie, Chile, Velká Británie a Švédsko, viz ČIHÁK, M., HOLUB, T.: Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4, s. 223-236.

<sup>47</sup> HOLUB, T.: 20 let cílování inflace: „Módní doktrína“ nebo zlatý věk v naší 100leté historii? In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 21.

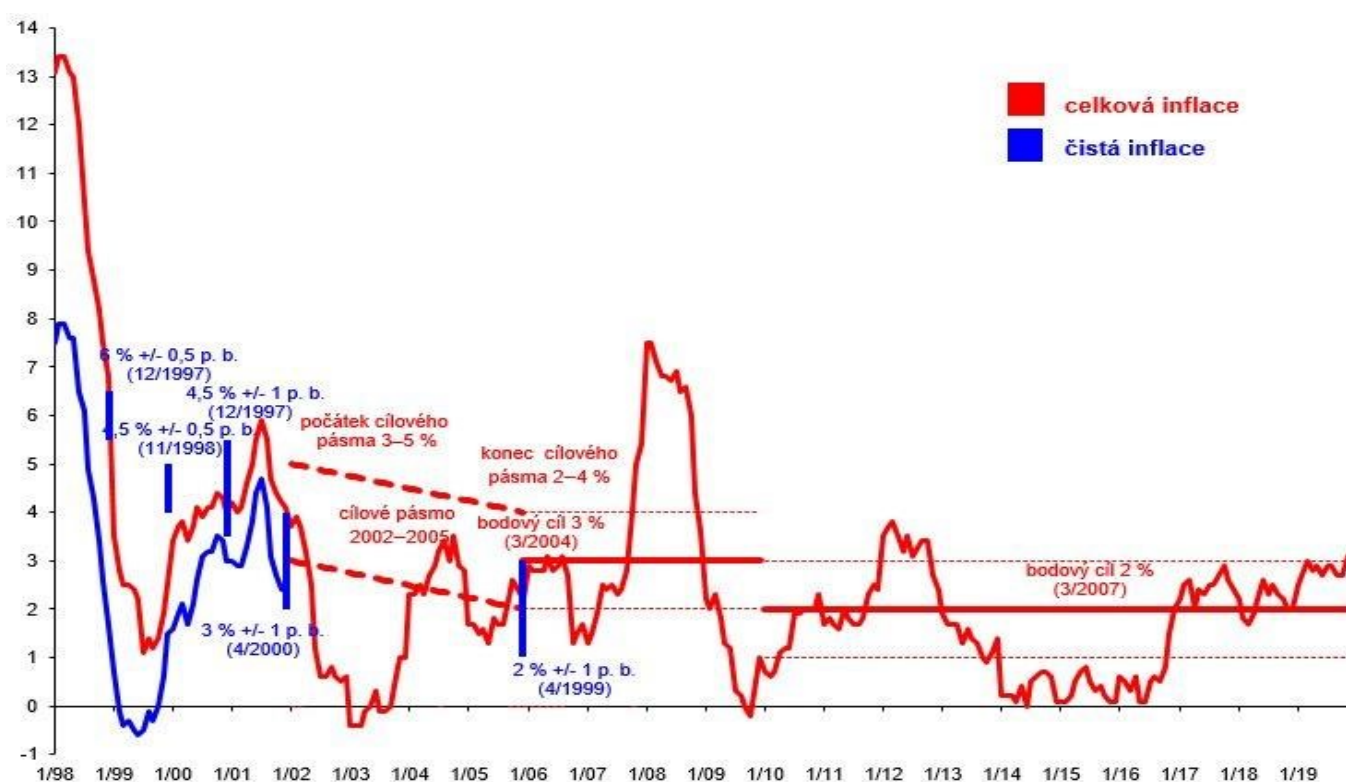
<sup>48</sup> ČNB: Dlouhodobá měnová strategie 1999. Dokument projednaný v Bankovní radě ČNB dne 8. 4. 1999, in Oficiální web České národní banky, [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/strategie\\_dokumenty/d\\_menova\\_strategie.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/strategie_dokumenty/d_menova_strategie.pdf) [on line 20. 6. 2020].

výrobců;

d) živelní pohromy a jiné mimořádné situace s nákladovými a poptávkovými dopady do cenové oblasti.

Takto definovaný cíl čisté inflace s podmíněnými výjimkami se ukázal jako málo srozumitelný. V dubnu 2001 Česká národní banka rozhodla o přechodu k cílování celkové inflace (tj. přírůstku indexu spotřebitelských cen) a k vyjádření cílové trajektorie v celkové inflaci pomocí průběžného pásma.<sup>49</sup> Spotřebitelská inflace je srozumitelnější i pro ne odborníky. Průběžné pásmo bylo nastaveno jako klesající (3 % až 5 % pro počátek roku 2002 a 2 % až 4 % koncem roku 2005) – viz graf č. 4. Aby byla Česká národní banka schopna účinně ovlivňovat cenovou hladinu, musela si nejprve zacílit inflaci ve střednědobém horizontu. Inflační cíle jsou přehledně uvedeny v Příloze č. 1.

**Graf č. 4: Inflační cíl ČNB versus inflace (v %)**



**Zdroj:** [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Centralni-banka-ma-inflaci-pod-kontrolou/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Centralni-banka-ma-inflaci-pod-kontrolou/) [on line 20. 6. 2020].

V grafu č. 4 je grafické srovnání výše inflace a stanoveného inflačního cíle v čase. Názorně je vidět přílišná restrikce a šoková dezinflace v roce 1999, akcelerace cenové hladiny u

<sup>49</sup> Viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/> [online 20. 6. 2020].

přehřáté ekonomiky před krizí v roce 2008, výkyv inflace v roce 2008,<sup>50</sup> deflační pásmo 2014–2016, ale také viditelné podstřelování inflačního cíle (1999 a 2002–2003), kdy skutečná míra inflace byla nižší než inflační cíl a přestřelování inflačního cíle (2012).

Česká národní banka se snaží udržet spotřebitelskou inflaci v cíli 2 % v rozmezí  $\pm 1$  %. Tento cíl je nastaven od roku 2010. Současný guvernér ČNB Jiří Rusnok vysvětluje, proč centrální banka necílí na nulovou inflaci: „*Důvodů, proč definujeme cenovou stabilitu jako mírný růst cen a nikoliv nulovou inflaci, je několik. Měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru vlivem nedokonalého očištění dopadů změn kvality zboží a služeb, kdy růst kvality je někdy statisticky zachycen jako růst cen. Na tomto zkreslení se podílí rovněž předpoklad neměnnosti vah ve spotřebním koši, zatímco ve skutečnosti mají lidé přirozenou tendenci přesouvat se od rychleji zdražujícího zboží a služeb ke statkům, jejichž ceny rostou podprůměrným tempem či dokonce klesají. V neposlední řadě by při cílování příliš nízké či dokonce nulové inflace často hrozil nástup deflace s velmi neblahými důsledky pro celou společnost. V takových situacích by navíc centrální banka opakovaně narážela na nulovou hranici úrokových sazeb a musela by často využívat jiné, méně standardní nástroje.*“<sup>51</sup>

Inflační cíl ČNB je taktéž v souladu s cílem Evropské centrální banky. Pro přesnější vymezení cíle Eurosystemu, tedy udržování cenové stability tak, jak ho stanoví Smlouva o EU (nyní SFEU), vyhlásila Rada guvernérů ECB v roce 1998 tuto cílovou definici: „*cenová stabilita se definuje jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %. Cenová stabilita má být zachována ve střednědobém horizontu.*“ V květnu 2003 Rada guvernérů ECB dále upřesnila, že v rámci této definice hodlá udržet míru inflace pod 2 %, avšak se „bude úrovni 2 % ve střednědobém horizontu přibližovat“.<sup>52</sup>

Česká národní banka cíluje inflaci flexibilně. Znamená to, že existují výjimky z plnění inflačního cíle, které umožňují, aby centrální banka nemusela dodržovat závazek plnit svůj inflační cíl. Je to v situaci zásadních vnitřních ekonomických či politických změn (krizové šoky, změny nepřímých daní, dlouhodobá republiková karanténa, zahraniční politické opatření atd.), které mají sice vliv na inflaci, ale ČNB je nemůže v krátkodobém a střednědobém horizontu zvrátit svou měnovou politikou.

---

<sup>50</sup> Vysvětlení se pokusil podat tehdejší guvernér ČNB Miroslav SINGER: Letošní inflační šok očima ČNB. In *Inflace: Krátkodobý výkyv nebo střednědobá hrozba?* Sborník textů č. 69/2008. Praha: CEP 2008, s. 11–28.

<sup>51</sup> Česká národní banka: *Zpráva o inflaci II/2020*. Praha: ČNB, květen 2020, s. 4.

<sup>52</sup> GERDESMELER, D.: *Proč je pro vás důležitá stabilita cen?* Frankfurt am Main: ECB 2009, s. 59; dostupné in [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_cs.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_cs.pdf) [online 20. 6. 2020].

## 4 Mechanismus cílování inflace Českou národní bankou

Po zacílení spotřebitelské inflace pomocí měnověpolitických režimů přistupuje ČNB k použití měnověpolitických nástrojů. Klíčovým nástrojem v podmínkách inflačního prostředí jsou úrokové sazby. Česká národní banka vyhláší diskontní, repo a lombardní úrokové sazby, kterými přes peněžní trh ovlivňuje ekonomické veličiny a výši cenové hladiny. Využívá se zde i efektu inflačních očekávání. Tyto procesy mají za cíl dosáhnout inflačního cíle stanoveného bankovní radou ČNB přes transmisní kanály měnové politiky (viz schéma č. 1 dále v textu).

### 4. 1 Měnověpolitické nástroje

Základní (standardní, konvenční) měnověpolitické nástroje, které má Česká národní banka v teoretické výbavě pro restriktivní (dezinflační) nebo stabilizační měnovou politiku, jsou následující:<sup>53</sup>

- a) Provádění operací na volném trhu, především stahovacích 14denních repo operací, provádění overnight operací jako automatických facilit za úrokové sazby (repo, diskont, lombard) stanovené ČNB;
- b) Stanovení povinných minimálních rezerv bankám, družstevním záložnám a stavebním spořitelnám v procentních bodech k primárním vkladům;
- c) Běžný nákup a prodej deviz na devizových trzích jako nástroj jemného ladění.

Pro stabilizační měnovou politiku udržování cenové hladiny, případně pro stabilitu finančního sektoru, má Česká národní banka tyto nástroje:

- d) Dodávací 14denní a 3 měsíční repo operace pro banky, pobočky zahraničních bank a s časovou výhradou pro nebankovní finanční sektor<sup>54</sup> (pojišťovny, penzijní a investiční společnosti);
- e) Běžný nákup a prodej deviz na devizových trzích jako nástroj jemného ladění.

V případě deflační situace a podstřelení inflačního cíle, zvláště pokud se úrokové sazby blíží nule (tzv. technické nule), centrální banky používají nekonvenční (nestandardní) nástroje měnové politiky. Nekonvenční nástroje se využívají při snaze oživit ekonomiku v dlouhodobých deflačních situacích, případně slouží k dodání likvidity a také k opětovnému získání kredibility a

---

<sup>53</sup> Blíže viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

<sup>54</sup> Dodávací operace pro nebankovní finanční subjekty se dají částečně zařadit i mezi nekonvenční nástroje. Dne 24. dubna 2020 byl vyhlášen ve Sbírce zákonů v částce 69 zákon číslo 192/2020 Sb., kterým byl novelizován zákon o České národní bance č. 6/1993 Sb., kterým byl České národní bance rozšířen okruh nástrojů měnové politiky a také okruh subjektů, se kterými může ČNB uzavírat obchody na volném trhu do 31. 12. 2021.

reputace bank a finančního sektoru. Mezi nekonvenční (nestandardní) nástroje se obvykle<sup>55</sup> řadí:

- f) kvantitativní uvolňování, mimořádné dlouhodobé facility a tzv. dodávací operace nebankovním subjektům;<sup>56</sup>
- g) záporné úrokové sazby;
- h) kurzový závazek (dlouhodobá fixace měny a její udržení devizovými intervencemi).

#### 4. 1. 1 Operace na volném trhu

Operace na volném trhu ovlivňují množství peněz v oběhu v různých formách likvidity (tedy tzv. měnovou bázi v jednotlivých agregátech). Úrokové sazby představují cenu peněz, která se řídí nabídkou a poptávkou na peněžním trhu. Nejdůležitější úroková sazba je tzv. repo sazba,<sup>57</sup> která má svůj název ze stejnojmenné operace: základním měnovým nástrojem jsou tzv. repo operace (*repurchasing agreement*, dohody o zpětném nákupu).

Tzv. stahovací repo operace slouží hlavně k odčerpávání přebytečné likvidity v bankovním sektoru a používají se jako hlavní dezinflační nástroj. Repo operace je prováděna formou tendrů. Při těchto operacích Česká národní banka přijímá od komerčních bank přebytečnou likviditu a bankám poskytuje kolaterál (zajištění) ve formě cenných papírů (typicky pokladniční poukázky). Oba subjekty se zavazují, že po uplynutí lhůty splatnosti proběhne reverzní transakce. Při ní Česká národní banka v postavení dlužníka vrátí věřiteli, jímž je banka, která ji poskytla přebytečnou likviditu, tuto jistinu zpět. Ta je zvýšena o stanovený dohodnutý úrok. Banka je povinna vrátit ČNB zpět zapůjčený kolaterál. Protože doba těchto operací je ze základu stanovena na 14 dní, je tato politika stanovena jako dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba).<sup>58</sup> Podle potřeby předpovědi vývoje likvidity bankovního sektoru mohou být prováděny i repo operace s kratší dobou splatnosti, než je stanovených 14 dní. Česká národní banka provádí repo obchody s variabilní sazbou. Vyhlášená dvoutýdenní repo sazba je limitní maximální sazba, tedy vlastně úročení, kterým mohou být banky v obchodu vyplaceny. Nabídky banky jsou vypořádány tak, že ČNB přednostně uspokojí nabídky s nejnižší úrokovou sazbou. To vše do výše předpovídaného přebytku likvidity pro stávající den. Vše je vypořádáno podle tzv. americké

---

<sup>55</sup> ZAMRAZILOVÁ, E.: Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie*, 2014, č. 1, s. 6-7.

<sup>56</sup> Parlament ČR, Poslanecká sněmovna, VIII. volební období, Sněmovní tisk č. 791: Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, in <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=791&CT1=0> [online 20. 6. 2020].

<sup>57</sup> V ostatních evropských zemích se většinou v dokumentech centrálních bank používá název „hlavní úroková sazba“.

<sup>58</sup> Viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

aukční procedury. Pokud objem poptávky bankami přesáhne prognózovaný přebytek likvidity, tak Česká národní banka nejvyšší sazby proporcionálně zkrátí. Repo tendr je většinou prováděn třikrát týdně. Banky ve stanovenou dobu předávají dle svého uvážení objednávky na požadovanou úrokovou sazbu (repo sazbu). Minimální objem je 300 milionů Kč a dále pak násobky 100 milionů Kč.<sup>59</sup> Jedná se vlastně o prodej cenných papírů bankám, které jsou poté vykupovány za vyšší cenu, kde výnosem pro banku, která prodávala ČNB, je rozdíl mezi prodejní cenou a výkupní cenou, zvýšenou o repo sazbu. Popřípadě i sníženou, pokud by byla úroková sazba záporná.

Na volném trhu jsou používány i tzv. automatické facility. Jsou nástrojem, který slouží k uložení likvidity bank přes noc u ČNB (tzv. overnight operace). Jedná se o stálou možnost ukládání (depozitní facility), ale i zapůjčení peněz (marginální zápůjční facility).<sup>60</sup> Úrokové sazby (diskontní a lombardní) vytvářejí u těchto dvou facility koridor pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb: depozita jsou úročena diskontní sazbou, která představuje dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu, lombardní sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Přístup do depozitní likvidity je pro banky nárokový, ale žádosti musí dojít nejpozději 15 minut před závěrkou účetního dne systému CERTIS.<sup>61</sup> Minimální částka u depozit i zápůjček je 10 milionů Kč a výše.<sup>62</sup>

Při popisu operací na volném trhu byla zdůrazněna úloha repo sazby jako klíčové úrokové sazby. V Příloze č. 2 této diplomové práce je uvedeno v dlouhé časové řadě nastavení repo sazby a časové zpoždění jejího působení. Autor práce pro přehlednost do jednoho grafu (graf č. 5) zakomponoval jak trendy repo sazby, tak inflace při stálém inflačním cíli ve výši 2 % ± 1 %.

---

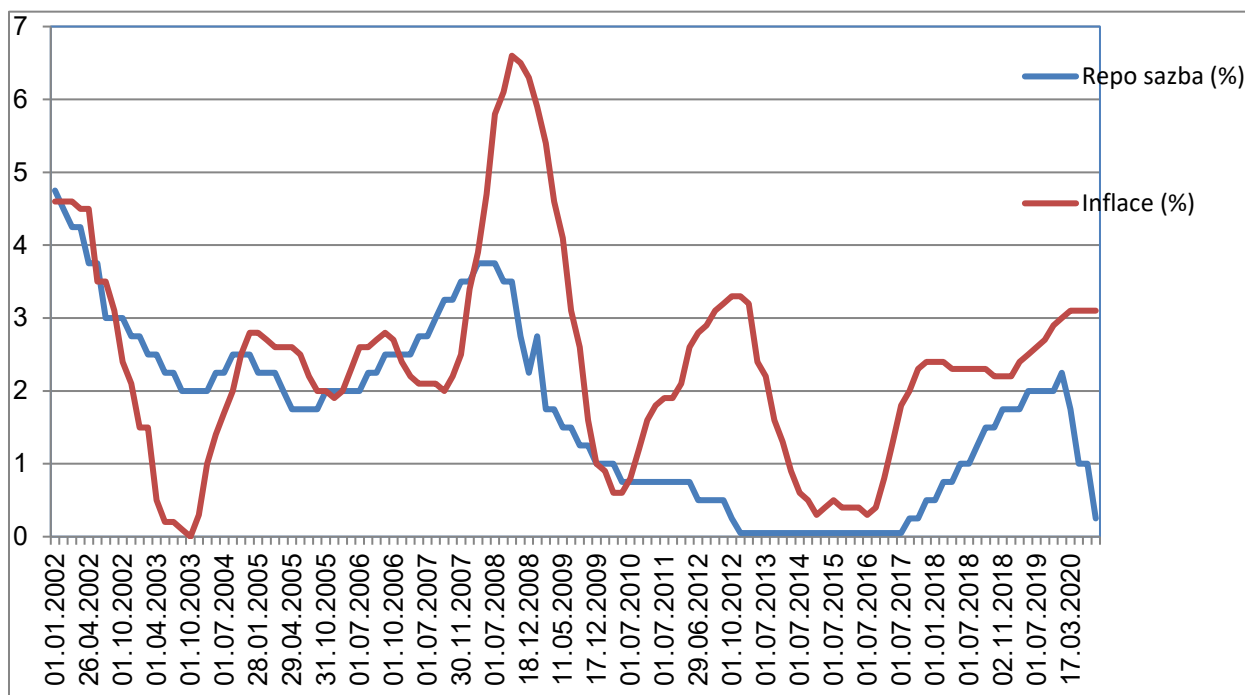
<sup>59</sup> Viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

<sup>60</sup> Blíže viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

<sup>61</sup> Czech Express Real Time Interbank Gross Settlement System (CERTIS) je jediný systém mezibankovního platebního styku v ČR. Každý účastník je jednoznačně identifikován kódem banky, jež je povinnou součástí každého bankovního převodu.

<sup>62</sup> Blíže viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

**Graf č. 5: Vývoj inflace a nastavení repo sazby**



**Zdroj:** Vlastní zpracování na základě údajů ČNB a ČSÚ.

#### **4. 1. 2 Stanovení zákonných úroků z prodlení jako referenční cena peněz pro podnikatelský sektor**

Ačkoli je dvoutýdenní repo sazba zásadní úrokovou sazbou pro peněžní trh, z hlediska kapitálového trhu nelze opomenout ani institut tzv. zákonných úroků z prodlení. Pokud podnikatelský subjekt nedostojí svým finančním závazkům řádně a včas, je v prodlení a pokud není smluvně dohodnutá výše úroků z prodlení, nastupuje sankce ze zákona, a to podle nařízení vlády na základě zákonného zmocnění ust. § 1970 zák. č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. Podle nařízení vlády č. 142/1994 Sb. činila výše zákonných úroků z prodlení dvojnásobek diskontní sazby stanovené ČNB. Toto nařízení bylo platné od 15. 7. 1994 do 27. 4 2005. Pro prodlení od 28. 4. 2005 do 30. 6. 2010 odpovídala roční výše zákonných úroků po novele nařízení vlády č. 163/2005 Sb. výši repo sazby stanovené ČNB, která byla zvýšena o 7 % a výše úroků z prodlení se každé kalendářní pololetí upravovala dle výše repo sazby. Pro prodlení vzniklé po 1. 7. 2010 byla určena výše úroku z prodlení za rok ve výši repo sazby pro poslední den kalendářního pololetí, které předcházelo vzniku prodlení. Tato byla zvýšena o 7 % a byla po celou dobu stejná.

Současná výše zákonného úroku z prodlení je dle § 2 nařízení vlády č. 351/2013 Sb., a odpovídá roční výši repo sazby stanovené Českou národní bankou pro první den kalendářního pololetí, v němž došlo k prodlení, zvýšené o 8 procentních bodů.

Diskontní sazba a repo sazba do současnosti vystupuje i v jiných právních dokumentech jako referenční nebo sankční sazba a není tedy žádoucí, aby její hodnota klesla na nulu či na zápornou hodnotu.

#### 4. 1. 3 Stanovení povinných minimálních rezerv

Povinné minimální rezervy jsou dalším ze standardních nástrojů měnové politiky. Česká národní banka jejich prostřednictvím ovlivňuje objem volných prostředků v bankovním sektoru. V bankovním systému částečných rezerv bylo (ještě před zákonným pojištěním vkladů) stanovení povinných minimálních rezerv bráno jako „rezerva“ pro případ potíží či krachu banky. Dalším důležitým institutem spojeným s povinnými minimálními rezervami byla tvorba tzv. bankovních peněz prostřednictvím tzv. peněžního multiplikátoru.<sup>63</sup> Růst peněžní nabídky a dostupnost úvěrových finančních prostředků mohla být přímo regulována zvýšením či snížením povinných minimálních rezerv.<sup>64</sup> V současnosti se u nás díky přebytku likvidity tento nástroj na ovlivňování nabídky peněz v podstatě nevyužívá a slouží hlavně jako rezerva prostředků pro snadný průběh platebního styku mezi bankami.

Podle zákona o České národní bance jsou bankovní instituce, včetně stavebních spořitelen, povinny mít na svém účtu vedeném v Zúčtovacím centru České národní banky předem stanovený objem likvidních prostředků ve výši 2 % ze základny pro výpočet povinné minimální rezervy. Prostředky držené na těchto účtech jsou úročeny dvoutýdenní (2T) repo sazbou.<sup>65</sup> Pro zachování funkčnosti mezibankovního platebního styku i po snížení sazby povinných minimálních rezerv, ke které došlo 20. května roku 1999,<sup>66</sup> jsou poskytovány bankám

---

<sup>63</sup> Peněžní multiplikátor slouží k výpočtu přírůstku peněžní nabídky bankou, ke kterému dochází v důsledku primárního vkladu do banky. Vzorec je  $m = 1/r$ , kde  $m$  = peněžní multiplikátor;  $r$  = míra povinných minimálních rezerv. Viz JUREČKA, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010, s. 191.

<sup>64</sup> Zbyněk Revenda v souvislosti s peněžními multiplikátory a inflací zdůrazňuje zásadní vliv inflačního očekávání. REVENDA, Z.: *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 1999, s. 212.

<sup>65</sup> Blíže viz Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

<sup>66</sup> V rámci střednědobého programu snižování sazeb povinných minimálních rezerv (PMR) bank a jejich harmonizace s uspořádáním v Evropské měnové unii (EMU) se snížila základní sazba PMR z 5 % na 2 % a zvýhodněné sazby PMR (pro stavební spořitelny a Českomoravskou záruční a rozvojovou banku) ze 4 % na 2 % s účinností od 7. října 1999. Tímto krokem se přizpůsobila výše sazeb PMR úrovni, uplatňované v zemích EMU. Viz Tisková zpráva ČNB, in [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/1999/203.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/1999/203.html) [on-line 20. 6. 2020].



krátkodobé úvěry v průběhu dne tak, aby bylo umožněno plynule provádět platby, a to i v případech, že v určitém okamžiku nemají na svém účtu platebního styku, vedeným Českou národní bankou, dostatek prostředků.

**Tabulka č. 2: Aktuální měnověpolitické nástroje ČNB**

<b>Typ operace na volném trhu – ÚROKOVÁ SAZBA</b>	<b>výše úrokové sazby</b>	<b>platí od</b>
<b>Dvoutýdenní stahovací repo operace – 2T repo sazba</b>		<b>11. 5. 2020</b>
<b>Dvoutýdenní dodávací repo operace – 2T repo sazba</b>	<b>0,25 %</b>	<b>18. 5. 2020</b>
<b>Dvoutýdenní dodávací repo operace pro nebankovní subj. – 2T repo sazba + 0,2 %</b>		<b>18. 5. 2020</b>
<b>Automatické facility (overnight): depozitní facilitita – diskontní sazba</b>	<b>0,05 %</b>	<b>27. 3. 2020</b>
<b>Automatické facility (overnight): marginální zápůjční facilitita – lombardní sazba</b>	<b>1,00 %</b>	<b>11. 5. 2020</b>
<b>POVINNÉ MINIMÁLNÍ REZERVY</b>	<b>sazba z primárních vkladů</b>	<b>platí od</b>
<b>Banky a pobočky zahraničních bank</b>	<b>2,00 %</b>	<b>7. 10. 1999</b>
<b>Stavební spořitelny a ČMZRB</b>	<b>2,00 %</b>	<b>7. 10. 1999</b>

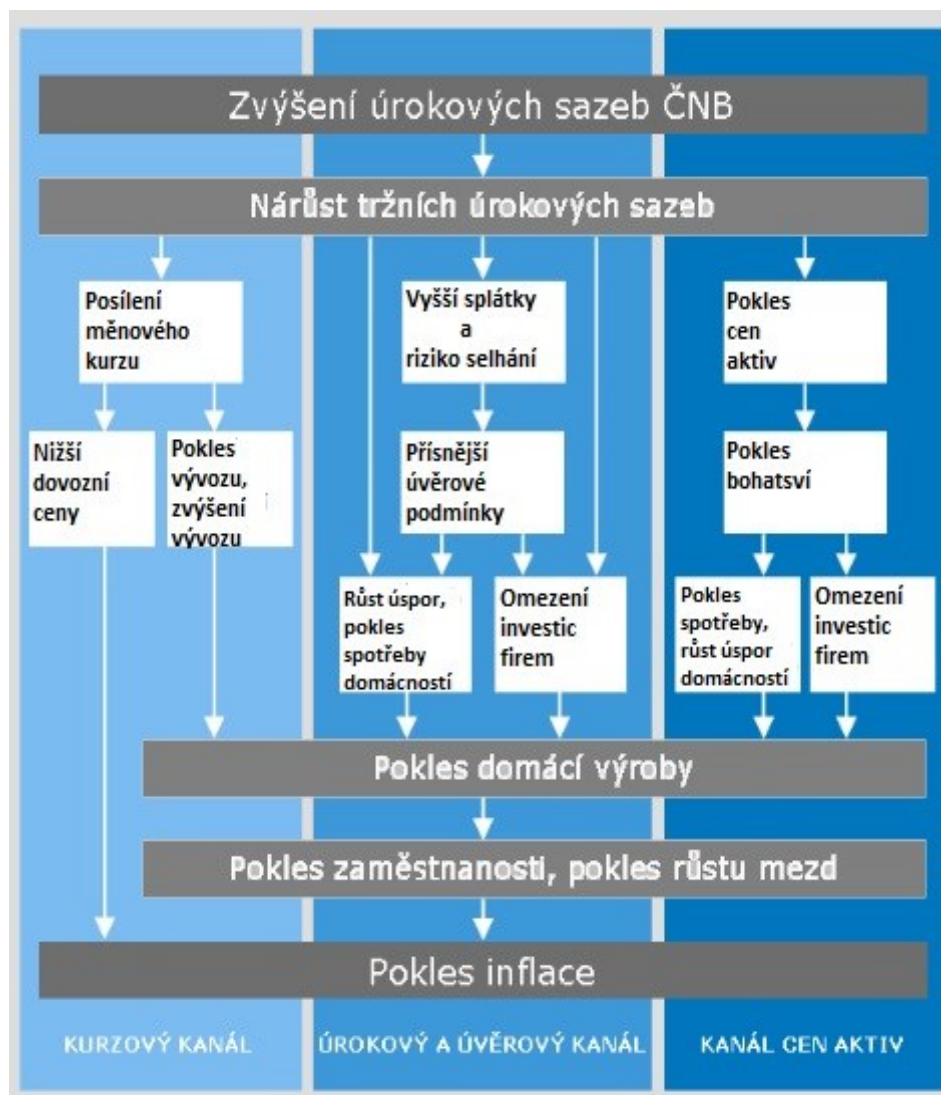
**Zdroj:** ČNB, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/> [online 20. 6. 2020].

#### **4.2 Transmisní kanály**

Jak bylo výše uvedeno, Česká národní banka realizuje měnovou politiku především pomocí určení či změny úrokových sazeb. Jedná se o tržní nepřímý nástroj. Transmisní mechanismus působí více cestami, tzv. transmisními kanály měnové politiky. Kanály slouží k teoretickému „abstraktnímu“ oddělení jednotlivých cest, kterými se změna úrokových sazeb postupně promítá do ekonomických veličin přes jednotlivé trhy až do cílované veličiny

spotřebitelské inflace. Tyto transmisní kanály fungují souběžně, avšak některé působí na ekonomiku s větší a jiné s menší intenzitou.

**Schéma č. 1: Nejdůležitější transmisní kanály při dezinflaci**

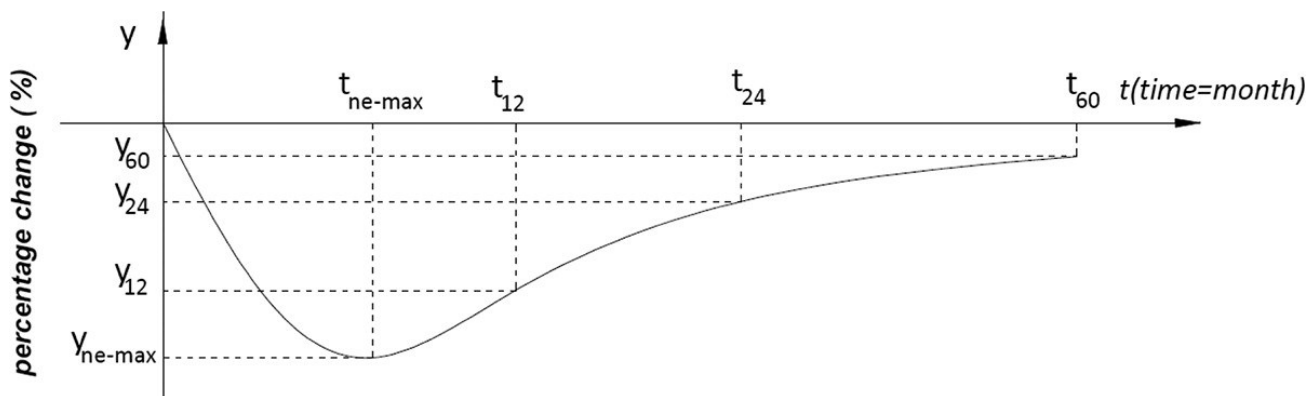


**Zdroj:** <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003/>, upraveno autorem [online 20. 6. 2020].

Účinnost měnového opatření je identifikována prostřednictvím výše změny daného kritéria, časovým zpožděním a přenosovým kanálem: změna úrokových sazeb se promítá do dalších proměnných, kterými jsou měnový kurz, výdaje na spotřebu a investice, úspory, objem výroby, ceny zboží a služeb, či cen aktiv. Další podmínkou účinnosti měnové politiky je vliv centrální banky na zprostředkující kritérium prostřednictvím operativního kritéria. Operativní kritérium je v transmisním mechanismu krátkodobá úroková sazba. Ovšem takto nastavené sazby a operace nepůsobí okamžitě, ale až s určitým časovým zpožděním. Níže uvedené

transmisní měnové kanály vždy mají ve výsledku stejný dopad, změnu cenové hladiny. Žádný z těchto kanálů nepracuje bez určitého zpoždění. Každý má různě danou dobu, než se změna úrokových sazeb projeví na cenové hladině. Nejkratší odezva je u přímého kurzového kanálu, cca přibližně 3 měsíce, nejdelší odezva je u kanálu ceny aktiv, kde činní zhruba 12 až 24 měsíců. Odhaduje se, že maximálního účinku celkové měnové politiky je podle oficiální vzdělávací rubriky na webu ČNB dosaženo za více než jeden rok.<sup>67</sup> Ale existují i jiné odhady a studie. Podle Havránka a Rusnaka je průměrná prodleva přenosu dvacet devět měsíců a maximální pokles cenové hladiny dosahuje v průměru 0,9 procenta po zvýšení sazby o 1 procentní bod. Prodlevy přenosu jsou ve vyspělých ekonomikách delší (dvacet pět až padesát měsíců) než v zemích po ekonomické transformaci, kde trvají deset až dvacet měsíců.<sup>68</sup> V dalším článku jiného autora o dopadech měnové politiky v rozvíjejících se zemích je uvedena studie, dokazující, že změna úrokové sazby o 1 procentní bod se u ECB projevila již průměrně za 9 měsíců, u rozvojových zemí takováto změna nastala až po zhruba 25 měsících.<sup>69</sup> Tentýž článek na základě dat odvodil časovou odezvu měnových opatření ve tvaru písmene „U“.

**Graf č. 6: Křivka časové odezvy monetární politiky**



**Zdroj:** NGUYEN, L. M.: Output Effect of Monetary Policy in Emerging and Developing Countries: Evidence from a Meta-Analysis. *Jornal Emerging Markets Finance and Trade*, 2020, dostupné in <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1540496X.2019.1601081> [on line 20. 6. 2020].

<sup>67</sup> KULHAVÁ, K.: *Dopad změn sazeb do politiky*, Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003/> [on line 20. 6. 2020].

<sup>68</sup> HAVRÁNEK, T., RUSNAK, M: Transmission Lags of Monetary Policy. A Meta-Analysis. *International Journal of Central Banking*, 2013, vol. 9, no. 4, p. 39-75. Oba autoři taktéž působí v ČNB.

<sup>69</sup> NGUYEN, L. M.: Output Effect of Monetary Policy in Emerging and Developing Countries: Evidence from a Meta-Analysis. *Jornal Emerging Markets Finance and Trade*, 2020, vol. 56, n. 1, p. 68-85, viz <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1540496X.2019.1601081> [on line 20. 6. 2020].

#### 4. 2. 1 Kurzový kanál

Kurzový kanál měnové politiky může být využit přímo stanovením fixního kurzu domácí měny. Pokud je kurz plovoucí a měnová autorita v dezinflační politice použije zvýšení úrokových sazeb, bude tím působit proti znehodnocení domácí měny: posílí kurz domácí měny. Toto posílení je většinou velmi rychlé, pokud je neočekávané zvýšení repo sazby neočekávané.<sup>70</sup> Pokud ale již investoři očekávají, že dojde ke zvýšení repo sazby, potom může nastat posílení měnového kurzu ještě před samotným vyhlášením zvýšení úrokových sazeb, resp. repo sazby. To má 2 důsledky, na zahraniční poptávku po domácím zboží a službách a na domácí poptávku po zahraničním zboží a službách.<sup>71</sup> Protože se domácí měna zdraží vůči zahraničním měnám, dojde ke zlevnění dováženého zboží a meziproduktů, tím dojde k poklesu cen dovážených produktů a klesá cenová hladina. Tím, že klesnou ceny dovezené produkce, spotřebitelé začínají upřednostňovat zahraniční produkty před domácími a dochází tak k poklesu výroby, neboť logicky dojde i k poklesu prodeje domácích výrobků. A zde docházíme k druhé fázi, s klesajícím prodejem klesá výroba, což má tlak na zaměstnanost, která se začne snižovat. Zároveň klesají mzdy. Poté se začne snižovat kupní síla a spotřebitelé přestanou utrácet své peníze a dochází k dalšímu tlaku na cenovou hladinu.

Kurzový kanál je velmi silným trasmisním kanálem,<sup>72</sup> neboť Česká republika je otevřenou ekonomikou. Na druhou stranu, popsané dopady ale nemusí být takto jasné a zřetelné, protože na volný floating, a tedy na kurz měny, mohou mít vliv i zahraničně obchodní a politická situace doma i v zahraničí, očekávání investorů či „jen“ (ne)důvěra v domácí měnu.

#### 4. 2. 2 Úrokový a úvěrový kanál

Úrokový a úvěrový kanál<sup>73</sup> měnové politiky ovlivňuje jak chování domácností, tak podnikatelských subjektů. Úvěrový kanál působí nepřímo přes peněžní zásobu, úrokový kanál působí přímo na domácí poptávku po zboží a službách. Pokud dojde ke zvýšení úrokových sazeb centrální bankou, promítne se to do zvýšení ceny peněz na peněžním mezibankovním trhu, a dále

---

<sup>70</sup> KULHAVÁ, K.: *Dopad změn sazeb do politiky*, Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003/> [on line 20. 6. 2020].

<sup>71</sup> JÍLEK, J.: *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada 2013, s. 125.

<sup>72</sup> KULHAVÁ, K.: *Dopad změn sazeb do politiky*, Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003/> [on line 20. 6. 2020]; také REVENDA, Z.: *Centrální bankovnictví*. Praha: Management Press, 1999, s. 264-265.

<sup>73</sup> Blíže viz REVENDA, Z.: *Centrální bankovnictví*. Praha: Management Press, 1999, s. 219-240.

dojde ke zvýšení úrokových sazeb, za něž poskytují banky úvěry podnikatelům a půjčky spotřebitelům. U spotřebitelů může převážit sklon k úsporám a poklesne poptávka, podnikatelům se zvýší úrokové náklady na nové úvěry, což bude hrát roli při jejich rozhodování o dalších výrobních investicích. Pokud dojde ke zvýšení úrokových sazeb, dojde i ke zvýšení objemu splátek úroků z úvěrů a vzniká riziko nesplacení úvěrů. Domácnostem a firmám vzrůstají náklady na splacení dluhu a může dojít k většímu riziku nesplacení úvěru. Poskytování úvěrů pod růstem rizika omezí i bankovní a finanční instituce. Dojde k poklesu investic, výroby a spotřeby a následně i k poklesu cenové hladiny.

Z. Revenda u tohoto kanálu upozorňuje na nespravedlivé asymetrické efekty pro menší ekonomické subjekty, jejich nedostatečnou informovanost a sklon k morálnímu hazardu.<sup>74</sup> Dalším rizikem je „přestřelení“ restrikce centrální bankou (prudké zvýšení úrokových sazeb, někdy navíc kombinované s administrativními omezeními bankovních úvěrů ve smyslu ručení, podmínek pro žadatele o úvěr apod.), které vede k tzv. *credit crunch*, tj. k faktické nemožnosti poskytovat zájemcům bankovní úvěry. Tato situace nastala v České republice roce 1999 a trvala cca 3 až 4 roky.<sup>75</sup>

#### 4. 2. 3 Kanál cen ekonomických aktiv

Kanál měnové politiky ovlivňující ceny aktiv se někdy také nazývá kanál bohatství.<sup>76</sup> Působí přímo na domácí poptávku po zboží a službách. Pokud úrokové sazby stoupnou, většinou dojde k poklesu ceny aktiv, protože dochází ke snížení výnosnosti aktiv způsobené zvýšenou úrokovou sazbou. Tím jsou méně atraktivní vůči bankovním vkladům. Domácnosti se rozhodují, zda budou držet, nakupovat či prodávat svá aktiva (akcie, podílové listy, dluhopisy, nemovitosti, starožitnosti, šperky atd.). Reagují na změny cen a z hlediska nákladů obětované příležitosti se rozhodují o svém vlastnictví. Pokud se zvýší úrokové sazby, cena aktiv poklesne a u domácností se projeví sklon k úsporám. U podniků dojde k omezení investic, protože zamýšlené investice budou méně výnosné než úročené finanční prostředky.<sup>77</sup>

Na druhou stranu, tento transmisní kanál má největší časové zpoždění, protože ekonomická aktiva mají nízkou likviditu, jejich cena bývá ve vyšších řádech (byty, domy,

---

<sup>74</sup> REVENDA, Z.: *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 1999, s. 234-235.

<sup>75</sup> JÍLEK, J.: *Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk*. Praha: Grada 2013, s. 132.

<sup>76</sup> JÍLEK, J.: *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada 2013, s. 125.

<sup>77</sup> ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P.: *Základy financí*. Praha: Grada 2011, s. 49.

pozemky) a změna vlastnictví je ovlivněna transakčními náklady. Hraje tady roli i psychologický aspekt vnímání bohatství a největší časové zpoždění odezvy měnového opatření.

## 5 Nekonvenční měnověpolitické nástroje v podmínkách deflace a krize

Jak již bylo stručně řečeno v sub. 4.1 této práce, v případě deflační situace a podstřelení inflačního cíle, zvláště pokud se úrokové sazby blíží nule, centrální banky používají nekonvenční (nestandardní) nástroje měnové politiky. Pojem „nekonvenční“ se v české terminologii objevil na přelomu roku 2013/2014 a pomalu vytlačil pojem „nestandardní nástroje“ jako opak standardních (původních) měnových nástrojů.<sup>78</sup> Do nekonvenční nástrojů patří především:

- a) Kvantitativní uvolňování a nákupy dlouhodobých i nefinančních aktiv (případ USA, Japonska, Velké Británie a Evropské centrální banky).
- b) Mimořádné dlouhodobé facility a tzv. dodávací operace nebankovním subjektům (případ České republiky – mimořádné facility jsou mimořádné dodávací repo operace s dobou splatnosti dva týdny a tři měsíce. Cílem je podpořit fungování trhu se státními dluhopisy. Tento nástroj lze zahrnout pod standardní i pod nekonvenční měnové nástroje, závisí na způsobu a času použití. Dodávací repo operace nebankovním finančním subjektům je nové časově omezené oprávnění České národní banky na základě zák. č. 192/2020 Sb.).
- c) Stanovení záporných úrokových sazeb (v současnosti případ Evropské centrální banky a její depozitní úrokové sazby ve výši – 0,5 %).
- d) Jednostranný kurzový závazek České národní banky od listopadu 2013 do dubna 2017 (dlouhodobá fixace měny a její udržení devizovými intervencemi).

V této kapitole se blíže podíváme na nekonvenční kvantitativní uvolňování prováděné Evropskou centrální bankou a na „unikátní českou zkušenost“,<sup>79</sup> na tzv. kurzový závazek. Požadovaný cíl nekonvenčních opatření je uvolnit „zamrzlou“ ekonomiku (tzv. past likvidity), a to pomocí zvýšení množství peněz v ekonomice. Druhým cílem bývá odvrácení hrozící dlouhodobé deflace, případně slouží k dodání likvidity a také k opětovnému získání kredibility a reputace bank a finančního sektoru v době krize. Past likvidity je popsána<sup>80</sup> jako situace, kdy je

---

<sup>78</sup> Např. ZAMRAZILOVÁ, E.: Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie*, 2014, č. 1, s. 3-31. Dále studie FRANTA, M., HOLUB, T., KRÁL, P., KUBICOVÁ, I., ŠMÍDKOVÁ, K. VAŠÍČEK, B.: Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. *RESEARCH AND POLICY NOTES* 3/2014, ČNB 2014, používá pojem „nekonvenční nástroj“ či „nekonvenční měnová politika“ již v abstraktu a na str. 2 studie v protikladu k pojmu „standardnímu inflačnímu cílení“ (str. 2). Myslím, že důvod je psychologický – pojem „nekonvenční“ prostě zní lépe.

<sup>79</sup> FRANTA, M., HOLUB, T., KRÁL, P., KUBICOVÁ, I., ŠMÍDKOVÁ, K. VAŠÍČEK, B.: Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. *RESEARCH AND POLICY NOTES* 3/2014, ČNB 2014, s. 2.

<sup>80</sup> KRUGMAN, P., DOMINQUEZ, K., ROGOFF, K.: It's Baaack: Japan's Slum and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, no. 2, pp. 137-205.

měnová politika neúčinná, neboť úrokové sazby jsou již na nule. Pás likvidity postihuje mezibankovní trh a trh hypoték. Mezibankovní trh je trh peněžní a hraje velmi důležitou roli v rámci celého finančního systému. Na jedné straně komerční banky prostřednictvím tohoto trhu pečují o svoji likviditu, kdy banky s deficitem likvidity získávají prostředky od bank s přebytkem likvidity. Na straně druhé řada centrálních bank včetně České národní banky v rámci implementace měnové politiky prostřednictvím operací na volném trhu a stanovením úrokových sazeb ovlivňuje úrokovou sazbu na mezibankovním trhu (viz popis transmisičních kanálů v sub. 4.2 této práce). V „normálním“ období je mezibankovní trh jeden z nejlíkvidnějších trhů, kreditní spread je relativně malý a dobrovolné rezervy jsou udržovány na nízké úrovni, v „nenormálním období“ expanzivní měnová politika vedoucí ke zvýšení peněžní zásoby už nemá žádný vliv na ekonomický výstup, peníze a jiná finanční aktiva jsou vnímány jako substituty. Cílem je tedy v konečném důsledku další uvolnění podmínek na finančních trzích, které by mělo vést k ekonomickému oživení.

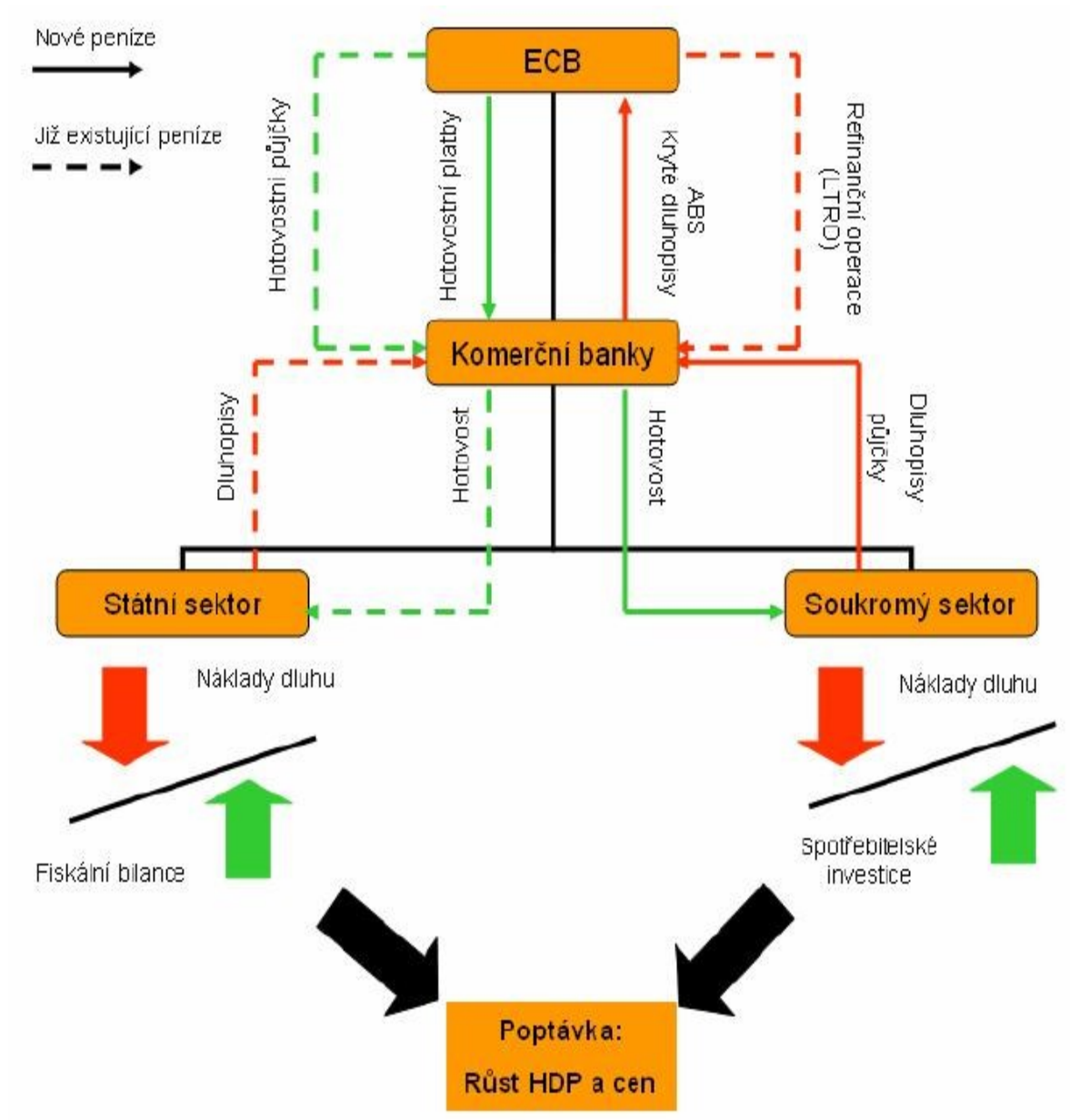
## 5. 1 Pojem kvantitativní uvolňování

Kvantitativní uvolňování je označení nekonvenční expanzivní měnové politiky prováděné centrálními bankami ve chvíli, kdy centrální banky již dále nemohou snižovat krátkodobou tržní úrokovou sazbu, neboť ta je již na „technické“ nule. Oficiální označení, které bývá používáno při popisování kvantitativního uvolňování, zní *large-scale asset purchases*, tedy jako rozsáhlé nákupy aktiv centrální bankou. Cenné papíry centrální banky nakupují za nově emitované peníze. Kvantitativní uvolňování probíhá tak, že nejprve centrální banka emituje (hotovostně či bezhotovostně) oběživo, což se v její rozvaze projeví na straně aktiv. Navazujícím krokem kvantitativního uvolňování je odkup dluhopisů nebo jiných cenných papírů centrální bankou (v rozvaze vyjádřeno na straně pasiv). Centrální banka tak získává dluhopis a komerční banka nebo jiný vlastník cenného papíru získá likviditu. Tu je pak možno použít na podnikatelské úvěry a podporu spotřebitelské poptávky (viz Schéma č. 2 níže).

Pokud centrální banky přímo kupují státní dluhopisy, a stát použije takto získané peníze ke krytí schodků svého rozpočtu, dochází k tzv. monetizaci dluhu. Státní dluh je pak placen nově emitovanými penězi. Tento proces se nazývá měnové financování. Ve všech vyspělých zemích mají centrální banky zákonem zakázáno přímo (na primárním trhu) kupovat státní dluhopisy, ale i nákupy státních dluhopisů na sekundárním trhu, navíc, pokud je centrální banka na tomto trhu silným hráčem, vyvolávají kontroverzi odborné veřejnosti.



**Schéma č. 2: Kvantitativní uvolňování ECB a jeho chtěné dopady**



**Zdroj:** <https://investice.finance.cz/zpravy/finance/427379-quantitativni-uvolnovani-podle-ecb/> [online 20. 6. 2020].

### 5. 1. 1 Počátky kvantitativního uvolňování jako nekonvenčního nástroje

Termín kvantitativní uvolňování byl poprvé použit v Japonsku na začátku milénia. Tato politika byla v Japonsku uplatňována po prasknutí akciových a realitních bublin v 80. letech minulého století. Japonsko se v devadesátých letech dvacátého století dostalo do tzv. deflační pasti – dlouhého období recese spojeného s deflací. Centrální banka Japonska, Bank of Japan, v

reakci na tento vývoj nejprve snížila svoji hlavní úrokovou sazbu na nulu.<sup>81</sup> V roce 2001–2006 pak přistoupila ke kvantitativnímu uvolňování.

Finanční krize a hypoteční krize 2007–2010 v USA byla řešena Federálním Reservním Systémem (FED, Systém amerických centrálních bank) pomocí expanzivní měnové politiky a kvantitativním uvolňováním, které spočívalo v nákupech dluhopisů. Kvantitativní uvolňování fungovalo na principu rozsáhlého nákupu finančních aktiv, v USA především amerických vládních dluhopisů a takzvaných Mortgage-Backed Securities (MBS), tedy cenných papírů zajištěných hypotékou.<sup>82</sup> Cílem bylo snížit výnos dlouhodobých amerických vládních dluhopisů a v konečném důsledku vyvolat další uvolnění podmínek na finančních trzích, které mělo vést k ekonomickému oživení. Očekávalo<sup>83</sup> se například snížení sazeb u hypotečních úvěrů, korporátních dluhopisů a půjček domácnostem a podnikům, respektive snížení oproti hodnotám, které by jinak na trhu převažovaly. Po dvou kolech kvantitativního uvolňování se bilance FEDu zvýšila skoro na trojnásobek a dosáhla cca 2,85 bilionu dolarů.<sup>84</sup> FED ukončil třetí kolo kvantitativního uvolňování na konci října 2014. To „nafouklo“ jeho rozvahu o 1,66 bilionu dolarů na více než 4,5 bilionu dolarů,<sup>85</sup> ale v podstatě americké ekonomice se vrátil ekonomický optimismus.<sup>86</sup>

V Evropě se finanční a úvěrová krize se v roce 2009/2010 přeměnila v krizi fiskální a dluhovou. První ke kvantitativnímu uvolňování přistoupila Velká Británie v roce 2009. Dluhová krize v Řecku 2009 spustila vlnu pochybností o finančním zdraví některých zemí eurozóny. V létě 2012 vyvolaly pochybnosti investorů o životaschopnosti jednotné evropské měny euro růst rizikových přírážek u státních dluhopisů států eurozóny, a tím i kritickou finanční situaci. Tato výjimečná situace ohrozila životaschopnost měnové politiky zemí eurozóny, kterou je pověřena provádět Evropská centrální banka. Prostřednictvím tiskové zprávy zveřejněné dne 6. září 2012

---

<sup>81</sup> KRUGMAN, P., DOMINQUEZ, K., ROGOFF, K.: It's Baaack: Japan's Slum and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1998, no. 2 (1998), pp. 137-205.

<sup>82</sup> ZAMRAZILOVÁ, E.: Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie*, 2014, č. 1, s. 3-31.

<sup>83</sup> Board of Governors of Federal Reserve System, Maturity Extension Program and Reinvestment Policy, Frequently Asked Questions. *Oficiální web FEDu*. Blíže viz [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) [on-line 20. 6. 2020].

<sup>84</sup> Jak vlastně funguje to slavné kvantitativní uvolňování? *Zpravodajský web E15.cz*, dne 16. 9. 2012, in [http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-quantitativni-uvolnovani-914790#utm\\_medium=selfpromo&utm\\_source=e15&utm\\_campaign=copylinkFED](http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-quantitativni-uvolnovani-914790#utm_medium=selfpromo&utm_source=e15&utm_campaign=copylinkFED) [on-line 20. 6. 2020].

<sup>85</sup> Kvantitativní uvolňování v USA skončilo, FED zavřel kohoutky. *Investiční web*, 29. říjen 2014, in [www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/10/29/fed-zasedani-rijen-2014](http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/10/29/fed-zasedani-rijen-2014) [on-line 20. 6. 2020].

<sup>86</sup> HÁBA, S.: Způsoby ukončení kvantitativního uvolňování na příkladech Japonska, Spojeného království a Spojených států amerických. *Politická ekonomie*, 2019, vol. 67, č. 1, s. 48-64.

oznámila Evropská centrální banka schválení prvního nestandardního programu nákupu státních dluhopisů států eurozóny tzv. „program OMT“ („*Outright Monetary Transactions*“: přímé měnové transakce).<sup>87</sup> Zde se poprvé projevilo to, že vedle ekonomických otázek je „evropsko-unijní“ kvantitativní uvolňování i otázkou právního postavení ECB a dodržování Statutu ECB. SFEU nezakazuje operace na sekundárním druhu (neboť jinak by byl Eurosystem připraven o nástroj nezbytný k normálnímu výkonu funkcí spojených s měnovou politikou), ale vyžaduje, aby ECB, pokud operuje na uvedeném trhu, tak činila s dostatečnými zárukami, které umožní zajistit slučitelnost jejích nákupů aktiv se zákazem měnového financování.

V prvním čtvrtletí roku 2015 se Evropská centrální banka rozhodla taktéž zavést a uplatňovat kvantitativní uvolňování nákupem aktiv od komerčních bank, které nazvala „mimořádné měnověpolitické operace“ podporující hospodářský růst v eurozóně.<sup>88</sup> Na rozdíl od USA, kde FED deklaroval, že kvantitativní uvolňování bude mimořádným a časově omezeným projektem, Evropská centrální banka vyhlásila průběžné měsíční nakupování aktiv včetně státních dluhopisů do určité výše tak dlouho, dokud to bude potřeba, aby dodala dostatek likvidity do měnového systému. Původně plánovala objem kvantitativního uvolňování v objemu cca 60 mld. euro každý měsíc, po krátkém přerušení v prosinci 2018 začala Evropská centrální banka a pod jejím vedením i centrální banky eurozóny znovu od listopadu 2019 nakupovat aktiva v měsíčním objemu 20 mld. a v současnosti v kvantitativním uvolňování pokračuje. Stručně řečeno, prozatímní účet je 2,6 bilionu eur.<sup>89</sup>

### **5. 1. 2 Návrh na zákonné zakotvení českého kvantitativního uvolňování**

V první polovině roku 2020 se ve zrychleném režimu legislativní nouze v Parlamentu ČR projednával vládní návrh zákona o České národní bance, Sněmovní tisk č. 791 Poslanecké sněmovny. Bankovní rada ČNB prostřednictvím ministerstva financí v podobě vládního návrhu zákona chtěla rozšířit svůj okruh nástrojů měnové politiky a také okruh subjektů, s kterými by mohla Česká národní banka uzavírat obchody na volném finančním trhu. Podle guvernéra ČNB,

---

<sup>87</sup> ZAMRAZILOVÁ, E.: Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie*, 2014, č. 1, s. 10 an.

<sup>88</sup> Viz Oficiální web Evropské centrální banky in [https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app\\_infographic.cs.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.cs.html) [on line 20. 6. 2020]. Svůj program kvantitativního uvolňování Evropská centrální banka nazvala APP.

<sup>89</sup> Viz BERKA, J.: „Whatever it takes“ i v červnu. ECB navyšuje podporu. Dne 4. 6. 2020, *Roklen 24*, in <https://roklen24.cz/a/STSYj/whatever-it-takes-i-v-cervnu-ecb-navysuje-podporu> [on line 20. 6. 2020].

který vystoupil v debatě,<sup>90</sup> je stávající znění zákona o ČNB restriktivní, umožňuje centrální bance nakupovat státní dluhopisy pouze od bank, poboček zahraničních bank a družstevních záložen, jinak je Česká národní banka zákonem omezena na obchody s cennými papíry pouze na peněžním trhu s nástroji se splatností do jednoho roku (pokladniční poukázky).

Podle guvernéra ČNB, tak i výslovně podle důvodové zprávy vládního návrhu zákona, navrhovaná novela měla za cíl tento stav odstranit a okruh možných operací centrální banky rozšířit na srovnatelnou úroveň, kterou má ECB a národní banky eurozóny. Navrhované rozšíření pravomocí České národní banky nakupovat aktiva vyvolalo mezi poslanci odmítavé postoje. Návrh zákona nakonec nebyl přijat a opoziční poslanci ve shodě s vládními poslanci navrhli svůj Komplexní pozměňovací návrh, který byl přijat jako zákon č. 192/2020 Sb. Zákonodárci pouze rozšířili pravomoci ČNB provádět obchody i na kapitálovém trhu s finančními nebankovní subjekty, a to pouze do 31. prosince 2021 jako protikrizové opatření.

## 5. 2 Jednostranný kurzový závazek ČNB podpořený devizovými intervencemi

Od zavedení režimu inflačního cílování v roce 1998 Česká národní banka devizově intervenovala na otevřených trzích již v době mezi únorem a červencem 1998, říjnem 1999 a březnem 2000 a od října 2001 do září 2002. V dřívějších případech se jednalo o standardní devizové intervence reagující na prudké pohyby kurzu, v případě roku 2002 na jeho nadměrné posilování. V roce 2013 ale šlo o mimořádný nástroj. Použití měnového kurzu jako nástroje pro překonání pasti likvidity a deflace doporučuje ekonomická literatura vzniklá již počátkem předchozího desetiletí v reakci na japonskou zkušenost. Nejprve je nutné odlišit standardní devizové intervence jako nástroj jemného ladění, nákup či prodej domácí či zahraniční měny na otevřených devizových trzích od nekonvenčního měnového nástroje. Charakteristika byla provedena ve studii M. Franty a kol.: *„Z hlediska terminologického lze přitom za použití devizových intervencí považovat postup, kdy je definován objem nákupů deviz na trhu, zatímco jejich dopad do kurzového vývoje je nejistý a závisí na tržních podmínkách. Naopak za použití měnového kurzu jako nástroje na nulové dolní mezi úrokových sazeb lze chápat přístup, kdy centrální banka zvolí a případně i veřejně vyhlásí konkrétní hladinu měnového kurzu, kterou chce dosáhnout, a pro její dosažení je připravena intervenovat na devizovém trhu v předem nestanoveném a neomezeném rozsahu. Volba ČNB v podobě vyhlášení asymetrického kurzového*

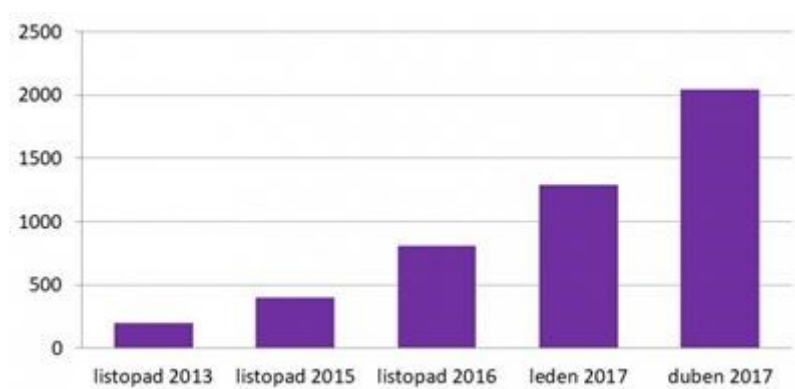
---

<sup>90</sup> Stenoprotokol, 44. schůze PSP, VIII. volební období, ze dne 8. dubna 2020, tisk č. 791, in <https://www.psp.cz/eknih/2017ps/stenprot/044schuz/s044040.htm> [on line 20. 6. 2020].

*závazku spadá do této druhé kategorie, a je proto fundamentálně odlišná od použití standardních devizových intervencí.*<sup>91</sup>

Dne 7. listopadu v roce 2013 bankovní rada České národní banky přijala rozhodnutí o zafixování kurzu české měny na 27 Kč/EU (a výše) a svém závazku tento kurz udržovat devizovými intervencemi (v neprospěch české koruny). Tento závazek byl několikrát prodloužen a trval do dubna 2017. Česká národní banka celkově za intervence vůči koruně od listopadu 2013 do dubna 2017 utratila 2050 mld. korun. Devizové rezervy narostly na 3271 mld. korun (červen 2017), což činí v přepočtu ke kurzu stanoveném ČNB ke dni 2. 10. 2017 142 mil. amerických dolarů. „Pro srovnání, je to jen o 8 mil. dolarů méně, než jsou devizové rezervy Velké Británie, tedy asi 14krát větší ekonomiky než je ta česká.“<sup>92</sup>

**Graf č. 7: Období kurzového závazku ČNB a objem devizových intervencí (kumulovaně v mld. korun)**



**Zdroj:** Údaje převzaty z ČNB, vlastní úprava M. Slaného.

Co se týká kurzového závazku udržovaného masivními devizovými intervencemi, jsou slyšet jejich příznivci i odpůrci. Zajímavá je polemika a argumenty mezi ekonomem Martinem Slaným a (tehdejším) členem bankovní rady ČNB Vladimírem Tomšíkem, který spolu s Janem Vlčkem jako reakci na Slaného články taktéž k tomuto nekonvenčnímu měnovému nástroji napsal článek.

<sup>91</sup> FRANTA, M., HOLUB, T., KRÁL, P., KUBICOVÁ, I., ŠMÍDKOVÁ, K. VAŠÍČEK, B.: Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. *RESEARCH AND POLICY NOTES* 3/2014, ČNB 2014, s. 2.

<sup>92</sup> SLANÝ, M.: Ekonomika: Účet za devizové intervence teprve dostaneme, *Bankovníctví*, 2017, č. 9, s. 26-28.

## 5. 2. 1 Odpůrci a jejich argumenty

Martin Slaný se spolu s Janem Skopečkem<sup>93</sup> neobávali deflace a zpochybňovali logičnost celého projektu. Dlouhodobá deflační past podle nich nehrozila, neboť šlo o krátkodobý výkyv, což by bylo vidět ve srovnání mezi agresivním cílováním a vyladěním při krátkodobém a dlouhodobém výkyvu inflačního cíle. Devizové intervence byly podle nich dlouho neúspěšné, neboť k inflačnímu cíli 2 % se přiblížily spotřebitelské ceny až po třech letech od okamžiku, kdy Česká národní banka začala intervenovat. Způsobené zvýšení spotřebitelských cen ale nebylo dáno intervencemi, ale oživením hospodářského růstu. Navíc koš spotřebitelských cen byl špatně nastavený. Dále intervence přišla v podstatě již v době nastupujícího hospodářského oživení. Nicméně pozitivní dopady měnové politiky se projevují v krátkém období, naopak náklady a rizika se projeví až se zpožděním.<sup>94</sup> Největším rizikem je podle nich bublina v cenách aktiv, tu ČNB způsobila hlavně na dluhopisovém a nemovitostním trhu. Nízké až záporné výnosy a přílišná likvidita bank a finančního systému nutila banky se orientovat na trh nemovitostí. To dělali zároveň i spotřebitelé, hlavně domácnosti. Tímto byla Českou národní bankou výrazně zvýšena poptávka po nemovitostech, a tím byl i způsobený růst hypotečních úvěrů. Naopak města a obce stavební a administrativní regulací způsobily zpomalení, někde i zastavení výstavby nového bydlení.

Také Jana Zámečnicková z webu Hypoindex tvrdí, že to způsobilo výrazný nárůst cen nemovitostí, což nakonec bylo vyřešeno kontroverzní regulací ČNB, kdy ČNB zpřísnila podmínky poskytování hypoték.<sup>95</sup> Stejný názor na opatření České národní banky ohledně omezení hypoték má i E. Korec na webu Roklen24.<sup>96</sup>

---

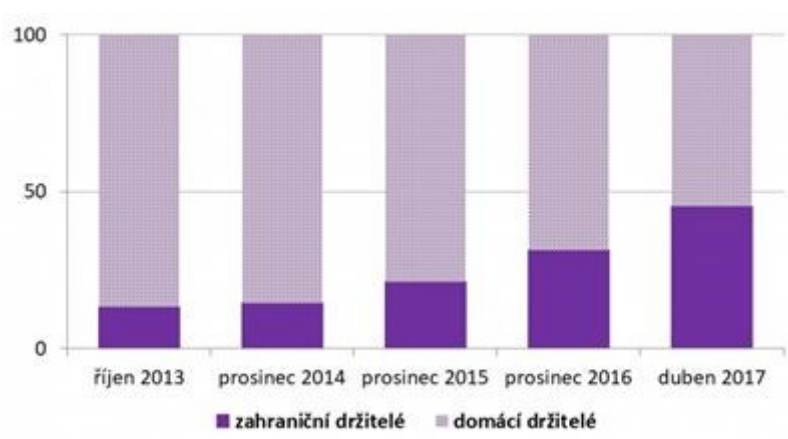
<sup>93</sup> SLANÝ, M., SKOPEČEK, J.: Devizové intervence systémovou stagnaci nevyléčí, *Analytický komentář IVK*, duben 2014; SLANÝ, M., SKOPEČEK, J.: Falešná pýcha centrálních bankéřů, *týdeník Euro*, 15. prosince 2014; či SLANÝ, M., SKOPEČEK, J.: *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*, Sborník č. 16/2015, Praha: IVK 2015.

<sup>94</sup> SLANÝ, M.: Ekonomika: Účet za devizové intervence teprve dostaneme, *Bankovníctví*, 2017, č. 9, 26-28.

<sup>95</sup> ZÁMEČNÍKOVÁ, J.: Regulace ČNB dopadá nejvýrazněji na regiony. Poptávka slábne a ceny nového bydlení brzdí. *Hypoindex*. In <https://www.hypoindex.cz/clanky/regulace-cnb-dopada-nejvyrazneji-na-regiony-poptavka-slabne-a-ceny-noveho-bydleni-brzdi/> [on line 20. 6. 2020].

<sup>96</sup> KOREC, E.: ČNB s křížkem po funuse, růst cen bytů zpomaluje i bez regulace. 14. 7. 2018, *Roklen24* in <https://roklen24.cz/a/SNpfY/cnb-s-krizkem-po-funuse-rust-cen-bytu-zpomaluje-i-bez-regulace> [on line 20. 6. 2020].

**Graf č. 8: Podíl zahraničních a domácích držitelů domácích dluhopisů (v Kč, v %)**



**Zdroj:** Údaje převzaty z ČNB, vlastní úprava M. Slaného.

Trh dluhopisů byl velmi zasažen, neboť obrovská poptávka po nich zvedala jejich ceny a zároveň klesaly výnosy, někdy až do ztráty. Zahraniční investoři měli podle M. Slaného doslova žně, neboť spekovali na ukončení intervencí, a s tím spojené posílení koruny vůči euru. „Zatímco v říjnu 2013, tedy před začátkem kursového závazku, držely zahraniční subjekty z celkového množství 1 292 mld. korunových státních dluhopisů jen 13 % (dalších 313 mld. představovala zahraniční emise dluhopisů), po konci devizových intervencí v dubnu 2017 byl podíl nerezidentů již 45,5 %, absolutně 693 mld. Kč (a dalších 209 mld. představovala zahraniční emise dluhopisů).“<sup>97</sup> Dluhopisy nejsou v domácích rukou, ale u zahraničních investorů, kteří nejsou plně interesováni na našem hospodářství a na ekonomickém vývoji.

Konstatují, že podhodnocený kurz koruny umožňuje firmám lépe exportovat a zároveň došlo ke stabilizaci kurzu, což jim vytváří pohodlnější prostředí, zároveň v době polemiky viděli riziko budoucího silného posílení kurzu. Intervence zvýšily naši závislost na Evropské unii, a tím se enormně zvyšuje riziko přelítí hospodářské krize k nám. A v neposlední řadě byly podle autorů polemiky velmi vítaným ulehčením pro vládu, neboť nemusela provádět potřebné reformy. Důležité je také zmínit, že centrální banka výrazně přispěla k obchodování v eurech na našem území, neboť díky intervencím a fixaci kurzu mnoho podniků přešlo na platby přímo v měně eurozóny. Tím je velmi omezena schopnost ČNB ovlivňovat měnovou politiku a na základě toho bude Česká národní banka žádat další měnověpolitické nestandardní nástroje, což může být do budoucna velmi nebezpečné. Podle M. Slaného „Největší část devizových rezerv představují dluhopisy zahraničních vlád, které tvoří téměř 50 % celkových rezerv. Byť jde

<sup>97</sup> SLANÝ, M.: Ekonomika: Účet za devizové intervence teprve dostaneme, *Bankovníctví*, 2017, č. 9, 26-28.

zejména o vyspělé země, i v nich díky extrémně nízkým sazbám došlo k tomu, že výnos ani zlomkem nemůže pokrýt riziko, které je s nimi skutečně spojeno.“<sup>98</sup> Takže Česká národní banka bude nucena spravovat velké a velmi různorodé portfolio a je otázkou, s jakou kvalitou. Dalším aspektem je případná kurzová ztráta a nejedná se o ztrátu fiktivní: jde o ušlý zisk centrální, který mohl být odveden do státního rozpočtu.

## 5. 2. 2 Příznivci a jejich argumenty

Naproti tomu Vladimír Tomšík spolu s Janem Vlčkem ve svém článku<sup>99</sup> vidí v kurzovém závazku a intervencích pozitivní vývoj. Ztráty z devizových intervencí lze za určitých okolností odhadovat, zatímco rizika ze ztráty finanční stability lze předvídat těžko. Vystoupení z kurzového závazku bylo hladké a bezproblémové, centrální banka zvyšuje mezi prvními úrokové sazby. Dalším výrazným viditelným pozitivním směrem je „robustní hospodářský růst“ o 4,7 % meziročně ve druhém čtvrtletí 2017, který výrazně pomáhá v zaměstnanosti, růstu mezd, zvyšuje se spotřeba a nejvíce se projevuje naplnění cenové stability, která je velmi blízko inflačního cíle. Ekonomické subjekty neočekávají nějaké výraznější výkyvy cen, které by bez intervencí nastaly. K růstu HDP došlo až díky intervencím, intervence přispěly tedy k našemu hospodářskému růstu, na rozdíl od Eurozóny. Nicméně tento růst je podpořen i zahraniční poptávkou a fiskální politikou.

Co by se ovšem dělo, kdyby tento kurzový závazek nebyl zaveden? Podle V. Tomšíka a J. Vlčka „*To lze [ukázat] jen pomocí pokročilých identifikačních metod a modelů. Brůha a Tonner (2017) odhadují pozitivní příspěvek kurzového závazku k růstu HDP kolem 0,4 p. b. v roce 2014 a kolem 1,5 p. b. v roce 2015. Kumulativně se tedy za první dva roky závazku jedná o 1,9 procenta HDP. Podobně Svačina (2015) odhaduje pozitivní příspěvek k růstu HDP pro rok 2014 ve výši 0,8 p. b. Odhady založené na modelu autorů Hlédik a Vlček (2017) ukazují na kumulovaný zisk odpovídající přibližně 2,5 procenta HDP z titulu kurzového závazku za celé období jeho platnosti. Výnosy však měříme na nominální úrovni. Pokud použijeme index spotřebitelských cen (CPI) jako aproximaci deflátoru HDP, pak výše uvedené analýzy ukazují 4,5procentní rozdíl v cenových hladinách z titulu kurzového závazku za celé období jeho platnosti. Ve výsledku tak lze výnosy hodnotit na úrovni přibližně 7 % nominálního HDP v*

---

<sup>98</sup> SLANÝ, M.: Ekonomika: Účet za devizové intervence teprve dostaneme, *Bankovníctví*, 2017, č. 9, s. 26-28.

<sup>99</sup> TOMŠÍK, V., VLČEK, J.: Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. *Bankovníctví*, říjen 2017, s. 29, dostupné in <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ucet-za-devizove-intervence-nam-ekonomika-jiz-vystavila> [on line 2020].



minulém roce. Toto hodnocení však využívá pouze vývoj HDP. Nebere v úvahu další efekty uvolněné měnové politiky, jako jsou vyšší rozpočtové příjmy a nižší výdaje státního rozpočtu. Reálný ekonomický růst totiž zvyšuje zaměstnanost, a tím i odvody daní a sociálního a zdravotního pojištění do rozpočtu. Naopak sociální dávky a podpora v nezaměstnanosti jako výdaje státního rozpočtu jsou nižší. Je tedy zřejmé, že odhad založený pouze na HDP podhodnocuje odhad skutečných výnosů kurzového závazku.<sup>100</sup> Problémem není ani přílišné zvýšení objemu peněz v cizích měnách. Není dobrým náhledem domnívat se, že tato kumulace cizí měny povede automaticky ke ztrátě, neboť jsou znovu investovány, a tím přinášejí zisk. Rezervy jsou v pěti zahraničních měnách, z čeho zhruba 60 % jsou eura. Největší portfolio tvoří vládní dluhopisy a dluhopisy ratingovými agenturami nejvýše hodnocených nadnárodních institucí. Centrální banka by měla ztrátu jen v případě, že by zhodnocení koruny bylo výraznější, než jaký je momentálně výnos z rezerv. V. Tomšík s J. Vlčkem se domnívají, že v budoucnu bude tento výnos z rezerv v zahraničních měnách na úrovni 2 %. Stejnou měrou by se měla zhodnocovat i česká koruna, tudíž nedojde ke ztrátám, i když nebude ani generován zisk. Nicméně, Tomšík nepředpokládá, že by koruna posilovala nějak výrazněji, a tak se ztráty nebojí. Investicemi totiž lze zajistit, aby kryly případné potencionální ztráty. Jednoduše řečeno, budeme na nule, když to dopadne nejhůře.<sup>101</sup>

Tvrdit, že jen intervence měly negativní vliv na trh aktiv, je podle Tomšíka a Vlčka poněkud zavádějící, neboť trh aktiv je ovlivňován mnohými vlivy, které na něj mohou mít dopad, které se nedají ani předem pořádně odhadnout, natož vůbec reálně vyargumentovat: „*Vliv na ceny aktiv mají i další faktory jako očekávání, makroekonomický vývoj, sentiment nebo lokální podmínky.*“<sup>102</sup> Samozřejmě cenové bubliny aktiv nejsou žádoucí a jsou faktorem ohrožujícím finanční stabilitu, ale tyto bubliny nevznikají měnověpolitickou aktivitou České národní banky. „*Kdyby tomu tak bylo, tak bychom je pozorovali při každém uvolnění měnové politiky. Bubliny jsou výsledkem šoků do preferencí ekonomických agentů nebo do nabídky či poptávky po aktivech na pozadí uvolněné měnové politiky. Přitom platí, že hrozí-li deflace a*

---

<sup>100</sup> TOMŠÍK, V., VLČEK, J.: Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. *Bankovníctví*, říjen 2017, s. 29, dostupné in <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ucet-za-devizove-intervence-nam-ekonomika-jiz-vystavila> [on line 2020].

<sup>101</sup> TOMŠÍK, V., VLČEK, J.: Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. *Bankovníctví*, říjen 2017, s. 29, dostupné in <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ucet-za-devizove-intervence-nam-ekonomika-jiz-vystavila> [on line 2020].

<sup>102</sup> TOMŠÍK, V., VLČEK, J.: Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. *Bankovníctví*, říjen 2017, s. 29, dostupné in <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ucet-za-devizove-intervence-nam-ekonomika-jiz-vystavila> [on line 2020].

*recese, k tomuto uvolnění dojít musí.*“<sup>103</sup> Navíc, kurzový závazek byl jen dočasný, což Česká národní banka od začátku avizovala a investoři měli čas se přizpůsobit.

Na výše uvedené konfrontaci kritiky a obhajoby použitého nekonvenčního nástroje je vidět, že centrální bance je přičítána odpovědnost nejen za krátkodobé dopady, ale i za dopady dlouhodobé, což může být u použití zvláště nekonvenčního nástroje problém. Na druhou stranu je dobře, když se v rámci odborné veřejnosti nekonvenční nástroje diskutují.

Odborná studie M. Franty a kol.<sup>104</sup> vznikla v roce 2014 a bylo by relevantní a velice zajímavé udělat doplněk k této studii k době ukončení kurzového závazku (2017) a opakovaně po určité době.

---

<sup>103</sup>TOMŠÍK, V., VLČEK, J.: Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. *Bankovníctví*, říjen 2017, s. 29, dostupné in <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ucet-za-devizove-intervence-nam-ekonomika-jiz-vystavila> [on line 2020].

<sup>104</sup>FRANTA, M., HOLUB, T., KRÁL, P., KUBICOVÁ, I., ŠMÍDKOVÁ, K. VAŠÍČEK, B.: Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. *RESEARCH AND POLICY NOTES* 3/2014, ČNB 2014.

## 6 Prognózy a inflační očekávání

Česká národní banka musí s dostatečným předstihem predikovat hospodářský a měnový vývoj, aby mohla včas reagovat, neboť daná opatření se neprojeví okamžitě, ale až s určitým zpožděním. Jedná se o tzv. „*horizont měnové politiky*.“<sup>105</sup> Česká národní banka jej má zhruba v předstihu jednoho až jednoho a půl roku. Opatření nejsou okamžitá, nepůsobí hned, ale s určitým časovým zpožděním (viz sub. 4.2 této práce), některá v řádu týdnů, jiná i měsíců, u slabších ekonomik i let, prognózy pracují s měnovou budoucností 12 až 16 měsíců. Pokud by byl horizont příliš krátký, musela by ČNB reagovat velmi rychle a velmi dravě, což by nakonec bylo kontraproduktivní. Například by centrální banka neměla reagovat jen na jednorázové cenové výkyvy, neboť tyto jsou ekonomickými subjekty tak vnímány a nevytvářejí dlouhodobý tlak způsobující růst inflace. Úrokové sazby by bez důvodu neměly být měněny příliš skokově, protože postupnou změnou je měnová politika více předvídatelná. Náhlé změny by rozkolísaly úrokové sazby, snížily by věrohodnost ČNB a nakonec by vedly k horšímu odhadu vývoje, neboť tento by se stal překotným. Proto musí být měnová politika neustále vyvažována a centrální banky se s ní neustále potýkají, jde v podstatě o misky vah, které se neustále musí vyrovnávat.<sup>106</sup>

### 6.1 Vytváření prognóz

Je nutné, aby centrální banka měla vytvořen kvalitní prognostický aparát a komunikační mechanismy. V první polovině 90. let 20. století při dvoupilířové měnové politice (fixního kurzu a regulaci měnové báze M2) měla měnová politika spíše technický charakter. Metody krátkodobé predikce založené na jednoduchých ekonometrických odhadech a expertních úsudcích nestačily ke konci 90. let na režim cílování inflace a docházelo k podstřelování cílů ČNB a přílišné restrikcii měnové politiky.<sup>107</sup> Během roku 2001 byl vyvinut model QPM (Quartely Projection Model), který umožnil prognózovat úrokové sazby a kurz Kč k euru. V roce 2008 si ČNB vytvořila dynamický stochastický model všeobecné rovnováhy g3 a od roku 2019

---

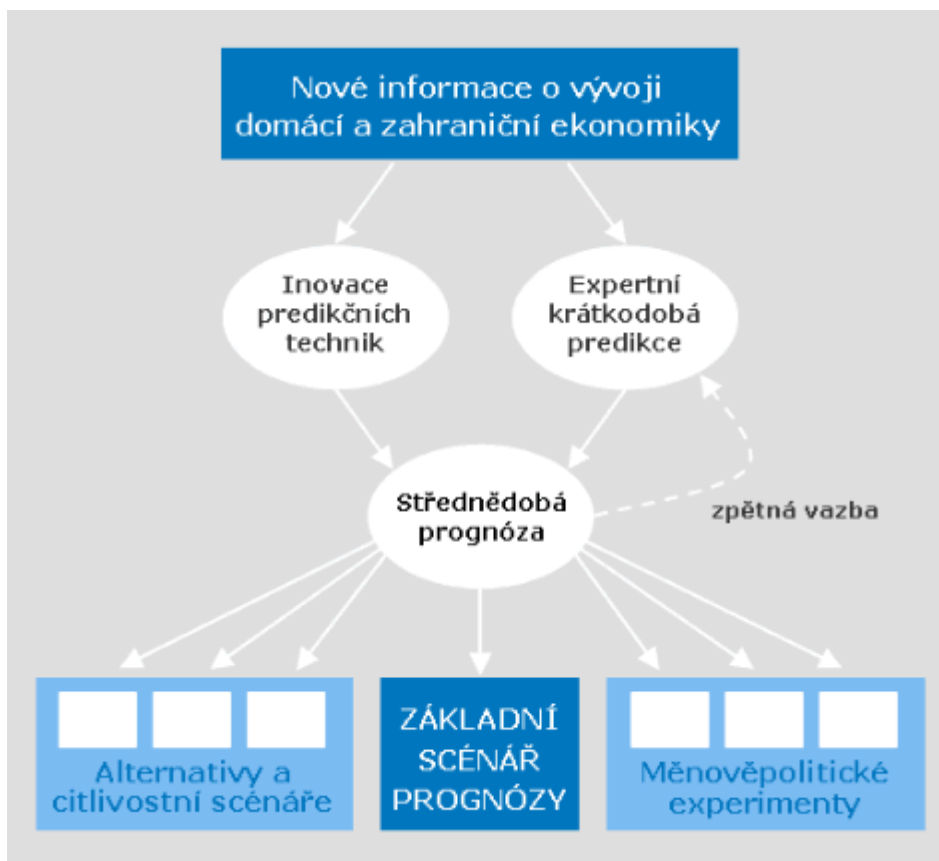
<sup>105</sup> FILÁČEK, J.: Měnová politika je vpředhledící, Oficiální web České národní banky, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00004/> [on line 20. 6. 2020].

<sup>106</sup> Blíže viz KRÁL, P.: Dilema současné měnové politiky ČNB, in [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnbblog/Dilema-soucasne-menove-politiky-CNB/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Dilema-soucasne-menove-politiky-CNB/) [on line 20. 6. 2020].

<sup>107</sup> HOLUB, T.: 20 let cílování inflace: „Módní doktrína“ nebo zlatý věk v naší 100leté historii? In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 30-31.

jej rozšířila na model g3+, který se označuje jako jádrový predikční model, přičemž se stále používají i metody krátkodobé predikce.<sup>108</sup>

**Schéma č. 3: Tvorba prognózy ČNB**



**Zdroj:** <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00005/> [online 20. 6. 2020].

Organizačně vytváření prognózy spadá pod Sekci měnovou a statistiky.<sup>109</sup> Prognóza je opřena o velmi široký okruh údajů vztahujících se nejen k domácí, ale i k zahraniční ekonomice. Prvním krokem je ověření souladu nových ekonomických údajů s minulými daty. Dále se sestavují expertní krátkodobé projekce vývoje ekonomiky. Krátkodobá projekce vývoje ekonomiky spolu s předpokladem o vývoji v zahraničí, daňových a regulovaných cenových změnách je výchozím bodem formulování tzv. střednědobé prognózy ekonomiky ČR. Využívá

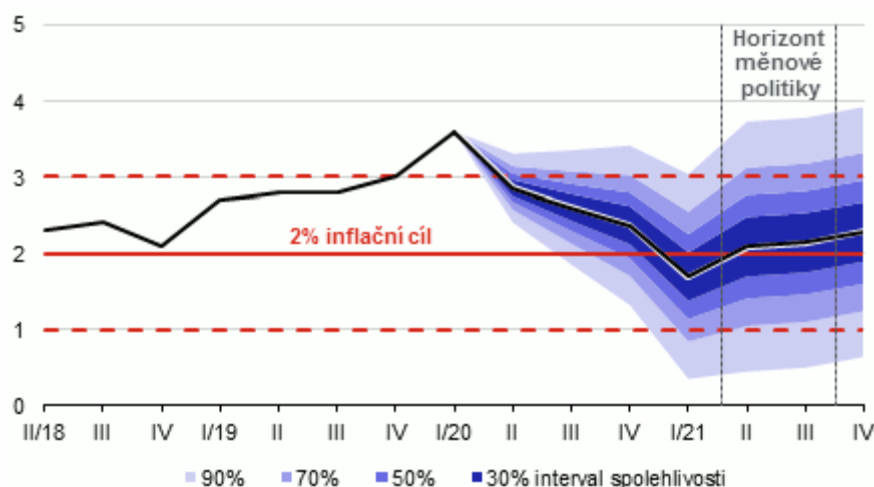
<sup>108</sup> HOLUB, T.: 20 let cílování inflace: „Módní doktrína“ nebo zlatý věk v naší 100leté historii? In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 31-33.

<sup>109</sup> FILÁČEK, J.: Jak vzniká prognóza, Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00005/> [online 20. 6. 2020].

se k tomu jádrový predikční model g3+ .<sup>110</sup> Součástí modelu jsou všechny transmisní kanály měnové politiky a rozsáhlý soubor statistických dat v různé struktuře podle sektorů ekonomiky, jednotlivých makro a mikroekonomických položek.

Prognózy mají velkou míru nejistoty. Centrální banky obvykle zveřejňují předpovědi ve formě vějířových grafů s intervaly spolehlivosti kolem nejpravděpodobnějšího scénáře.

**Graf č. 9: Prognóza ČNB celkové inflace z května 2020 do konce roku 2021**



**Zdroj:** Oficiální web České národní banky, zveřejněno 7. 5. 2020, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/> [on line 20. 6. 2020].

**Tabulka č. 3: Krátkodobá měsíční prognóza**

měsíc/rok	4/2020	5/2020	6/2020
meziroční celková inflace	3,0 %	2,6 %	2,9 %

**Zdroj:** Oficiální web České národní banky, zveřejněno 7. 5. 2020, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/> [on line 20. 6. 2020].

## 6. 2 Inflační očekávání

Centrální banka uveřejněním prognózy dává doporučení, jak se chovat a prognóza vytváří impuls k vytýčení budoucích úrokových sazeb potřebných k udržení inflace v blízkosti

<sup>110</sup> Blíže viz KRÁL, P., MUSIL, K: Predikční model ČNB dostává nové plus. In [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Predikcni-model-CNB-dostava-nove-plus/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Predikcni-model-CNB-dostava-nove-plus/) [on line 20. 6. 2020].

inflačního cíle v okamžiku počátku horizontu měnové politiky. Nicméně rozlišování a předvídání ekonomických otřesů je velmi složité. Centrální banky mohou využívat poznatky z behaviorální ekonomie, protože ekonomické subjekty se sami rozhodují podle svého vnitřního očekávání budoucího ekonomického vývoje. Centrální banka se tedy snaží ukotvit očekávání tak, aby nedocházelo k přílišným tlakům ekonomických subjektů buď směrem k růstu, nebo k recesi, a tím spojené inflaci, popřípadě deflaci. „*Schopnost inflačního cíle ukotvit inflační očekávání lze považovat za jednu z největších výhod provádění měnové politiky pomocí cílování inflace.*“<sup>111</sup>

Centrální banka musí být důvěryhodná a transparentní, tedy otevřená k veřejnosti a vhodně strukturovat svou komunikaci na různých úrovních podle typu respondentů, aby mohla lépe prosazovat svojí měnovou politiku. Klíčovou publikací je „*Zpráva o inflaci*“. Je vydávána čtvrtletně a od roku 1998 je pravidelně zveřejňována i na internetu. Hodnotí aktuální vývoj, ekonomickou prognózu, obsahuje úrokové sazby, měnový kurz, předpověď nejdůležitějších ekonomických ukazatelů a její součástí jsou záznamy z jednání bankovní rady ČNB.<sup>112</sup> Ředitel Sekce měnové a statistiky pro zveřejnění Zprávy o inflaci pravidelně pořádá jednání formou seminářů s analytiky komerčních bank. Zde jsou jim předkládány do detailu zpracované prognózy, o kterých následně probíhá debata, které se zúčastňují i členové bankovní rady. Tito zde vysvětlují důvody, pro které přijali různá měnová rozhodnutí, a vysvětlují, jaký vývoj očekávají. Dalším dokumentem je „*Výroční zpráva České národní banky*“, která shrnuje činnost a výsledky v uplynulém roce ve všech oblastech působnosti České národní banky. Česká národní banka vydává i mnoho další dokumentů, prohlášení, tiskových prohlášení, na jejích oficiálních webových stránkách je blog. Členové bankovní rady a odborní zaměstnanci přispívají do mnoha odborných periodik a účastní se konferenci atd. V okamžiku, kdy Český statistický úřad zveřejní aktuální informaci o vývoji inflace a hrubého domácího produktu, ředitel Sekce měnové a statistiky zveřejní komentář k těmto aktuálním údajům.<sup>113</sup>

---

<sup>111</sup> FILÁČEK, J.: Měnová politika je vpředhledící, Oficiální web České národní banky, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00004/> [on line 20. 6. 2020].

<sup>112</sup> Bankovní rada ČNB o nastavení úrokových sazeb rozhoduje na svých zasedáních většinou 8x do roka. Hlavním podkladem pro jejich jednání je *Situační zpráva o měnovém a hospodářském vývoji*, kterou připravuje Sekce měnová a statistiky ČNB. Po zasedání bankovní rady je měnověpolitické opatření (typicky změna úrokové sazby) zveřejněna formou tiskové zprávy a zároveň týž den proběhne tisková konference, nejčastěji s guvernérem ČNB. Přítomni mohou být i další členové bankovní rady. Dalším zdrojem informací je záznam ze zasedání bankovní rady ČNB na zasedáních. Ten je obvykle zveřejněn s odstupem osmi dnů. Úplný záznam jednání včetně diskuse je zveřejněn až po 6 letech.

<sup>113</sup> FILÁČEK, J.: Otevřenost a důvěryhodnost centrální banky, Oficiální web České národní banky, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00009/#> [on line 20. 6. 2020].

## Závěr

Ekonomické studie a reálný vývoj v 70. letech 20. století ukázaly, že vysoká míra inflace je škodlivá jak pro spotřebitele, tak přináší národohospodářské škody. Centrální banky ve vyspělých zemích dostaly za úkol – vyjádřený v zákonech či svých statutech – bojovat za stabilitu měny a cenovou stabilitu, jako silnou zbraň k tomu dostaly své nezávislé postavení. Státy s autonomní měnovou politikou mají větší možnosti zareagovat na odchýlení se od prognózovaných hodnot inflace než státy podléhající jednotné měnové politice, kterou v rámci Evropské měnové unie provádí Evropská centrální banka.

Cílem této práce bylo analyzovat z právního a poté i z ekonomického hlediska postavení České národní banky a měnověpolitické nástroje, které může centrální banka při dosahování svého inflačního cíle v současnosti efektivně používat. Většina měnověpolitických nástrojů byla nepřímých a byla aplikována přes peněžní trh, nástroje byly rozpracovány na situaci vysoké míry inflace a měly sloužit k dezinflaci. Centrální banky včetně České národní banky začaly používat metodu inflačního cílení, konkrétně ČNB od ledna roku 1998. Až na krátké tříleté období cílování na čistou inflaci Česká národní banka cíluje na spotřebitelskou inflaci svými měnověpolitickými nástroji přes transmisní tržní mechanismy kurzového, úrokového a měnového kanálu a kanálu cen aktiv. V práci jsou popsány standardní (konvenční) nástroje monetární politiky, z nichž jsou klíčové operace na volném trhu prováděné za (centrální bankou) stanovené úrokové sazby. Na základě číselných údajů a především grafů je v diplomové práci ukázáno plnění, resp. neplnění inflačního cíle Českou národní bankou v inflačních a deflačních obdobích.

Je nutné také podotknout, že na rozdíl od počátku 90. let 20. století se na Českou národní banku uvalila odpovědnost nejen za měnovou, resp. cenovou stabilitu, ale po převzetí funkce veřejnoprávního regulátora finančního trhu ČNB odpovídá za stabilitu celé finanční oblasti, což však nebylo předmětem speciální analýzy této diplomové práce.

V úvodu jsem si kladl také otázku, zda právní zakotvení v podstatě vycházející z ekonomické teorie a centrálněbankovní praxe konce 20. století a z požadavků evropsko-unijní konvergence (předcházející našemu vstupu do EU v roce 2004) je stále dostačující pro praktickou měnověpolitickou činnost ČNB v novém tisíciletí při turbulentních ekonomických procesech. Z práce plyne, že z hlediska měnové autority nikoli. První zlom a novodobý první signál pro centrální banky, aby se z pozice inflačního prostředí přeorientovaly i do pozice deflačního prostředí, nastal na počátku nového století v Japonsku. Evropa a Česká republika si

prošla deflačním obdobím po měnové krizi 2008–2009. Situace se navíc zkomplikovala slabou výkonností evropských ekonomik s vysokým státním zadlužením a morálním hazardem neplnění maastrichtských kritérií zeměmi eurozóny. Evropské centrální banky včetně České národní banky zjistily, že v prostředí deflace nemají standardní nástroje pro plnění svých cílů, zvláště když se úrokové sazby nacházejí těsně nad nulovou hodnotou a není prostor pro „politiku levných peněz“ dalším snižováním úrokových sazeb, což by se jinak jako standardní nástroj použilo.

Nestandardních (nekonvenčních) nástrojů je obecně několik, nejvíce se ve světě doposud používalo kvantitativní uvolňování a záporné úrokové sazby. Česká národní banka po těchto dvou nástrojích (doposud) nesáhla. Na stanovení záporných úrokových sazeb (případně „čistě“ nuly) by Česká národní banka zákonné oprávnění měla, ale technicky by záporné úrokové sazby repo a diskontní sazby, které se používají v obchodní praxi jako referenční či dokonce sankční opatření (zákonné úroky z prodlení jsou navázány na 14denní úrokovou repo sazbu), vyvolaly chaos. Ani psychologický aspekt „záporných úroků“, zhoršující kredibilitu centrální banky a bankovního sektoru, nelze podceňovat. Osobně si myslím, že použití kvantitativního uvolňování ČNB (třeba i po vzoru Evropské centrální banky) by vyvolalo přinejmenším právní diskuse a pnutí ohledně střetu kvantitativního uvolňování nákupem některých aktiv (byť na sekundárním kapitálovém trhu) s ustanovení zakázaného měnového financování (v § 34a zák. o ČNB) stejně, jak to v první polovině roku 2020 vidíme v Německu v diskusích o rozhodnutí jejich Ústavního soudu. Širší politická diskuse by se zcela určitě vedla i o tom, zda „nákup aktiv“ nepředstavuje ve skutečnosti již opatření hospodářské politiky, a ne jen opatření měnové politiky. Také podezřením z monetizace státního dluhu by centrální banka ztratila dosavadní kredibilitu

Prozatím se Česká národní banka v okamžiku vyčerpání prostoru standardních nástrojů v podmínkách deflace a neplnění svého inflačního cíle CPI ve výši 2 % ( $\pm 1\%$ ) uchýlila k použití nestandardního (nekonvenčního) nástroje, k dlouhodobému depreciačnímu zafixování kurzu domácí měny k euru a jeho udržování pomocí opakovaných devizových intervencí oslabujících domácí měnu (tzv. dlouhodobý jednostranný kurzový závazek). Oslabování domácí měny prováděla ČNB v období od listopadu 2013 do dubna 2017, Česká národní banka kvůli tomu, aby udržela jednostranně fixovaný kurz 27 Kč/EUR (z původního kurzu cca 25,5 Kč/EUR z listopadu 2013), musela nakoupit devizy v hodnotě 76 mld. eur. K tomuto měla ČNB zákonné oprávnění podle části sedmé zákona o ČNB (§ 35 a 36).

Cenová hladina po ukončení kurzového závazku vzrostla, inflace se dostala k cíli, ale na začátku roku 2020 přesáhla (byť o desetiny procentního bodu) koridor inflačního cíle a



standardní nástroj repo operací se s dvoutýdenní repo úrokovou sazbou opět ve druhém čtvrtletí 2020 snížil na 0,25 %, navíc se reálně očekává hospodářské utlumení spojené s Covid-opatřeními. Nastavení měnových nástrojů je v takové situaci obtížné, i když vychází z prognóz a odborných analýz. Česká národní banka sama cítí nedostatečné legislativní oprávnění pro některé měnově nekonvenční činnosti, zvláště v krizových situacích: prozatím v první polovině roku 2020 dostala ČNB zákonné oprávnění zák. č. 192/2020 Sb. do konce roku 2021 rozšířit operace na volném trhu nákupem cenných papírů od nebankovních finančních institucí.

## Seznam grafů, tabulek a schémat

Graf č. 1: Cenová hladina (P) tažená poptávkou .....	15
Graf č. 2: Cenová hladina (P) tlačena náklady .....	16
Graf č. 3: Měsíční vývoj meziročního CPI .....	18
Graf č. 4: Inflační cíl ČNB versus inflace .....	26
Graf č. 5: Vývoj inflace a nastavení repo sazby .....	31
Graf č. 6: Křivka časové odezvy monetární politiky .....	35
Graf č. 7: Období kurzového závazku ČNB a objem devizových intervencí .....	45
Graf č. 8: Podíl zahraničních a domácích držitelů domácích dluhopisů .....	47
Graf č. 9: Prognóza ČNB celkové inflace z května 2020 do konce roku 2021 .....	53
Tabulka č. 1: Průměrná roční míra spotřebitelské inflace .....	19
Tabulka č. 2: Aktuální měnověpolitické nástroje ČNB .....	33
Tabulka č. 3: Krátkodobá měsíční prognóza .....	53
Schéma č. 1: Nejdůležitější transmisní kanály při dezinflaci .....	34
Schéma č. 2: Kvantitativní uvolňování ECB a jeho chtěné dopady .....	41
Schéma č. 3: Tvorba prognózy ČNB .....	52

## Seznam použitých zdrojů

### 1 Seznam použité literatury

- BAŽANTOVÁ, I.: *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: Institucionální pohled*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, ISBN 80-86729-19-2.
- BAŽANTOVÁ, I.: Vlastní stát – vlastní měna: právní kontinuita československé a české měny. In GERLOCH, A., ŽÁK-KRZYŽANKOVÁ, K. (eds.). *Ústavní kontinuita České republiky s československou tradicí*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2018, s. 307-318, ISBN 978-80-7380-749-8.
- BAŽANTOVÁ, I.: Experience of inflation targeting in the Czech Republic. *Journal of International Scientific Publications: Economy & Business* [online]. 2017, vol. 11, pp. 52-66. Dostupné z: <https://www.scientificpublications.net/en/article/1001506/>.
- BAŽANTOVÁ, I., LOUŽEK, M.: Ekonomická a právní analýza nezávislosti centrálních bank. *Politická ekonomie*, 2001, ročník IL, č. 2, s. 177-196.
- BAKEŠ, M., KARFÍKOVÁ, M., KOTÁB, P., MARKOVÁ, H.: *Finanční právo*. 6. upr. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, ISBN 978-80-7400-440-7.
- BRŮHA, J., TONNER, J.: An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience. *CNB Working Paper Series* [online]. Zář 2017, no. 4 in [https://www.cnb.cz/en/research/research\\_publications/cnb\\_wp/2017/cnbwp\\_2017\\_04.html](https://www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/2017/cnbwp_2017_04.html).
- ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P.: *Základy financí*. Praha: Grada, 2011, ISBN 978-80-247-3669-3.
- ČIHÁK, M., HOLUB, T.: Cílování inflace v ČR: staré víno v nových lahvích. *Finance a úvěr*, 1998, č. 4, s. 223-236.
- FRANTA, M., HOLUB, T., KRÁL, P., KUBICOVÁ, I., ŠMÍDKOVÁ, K. VAŠÍČEK, B.: Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. *RESEARCH AND POLICY NOTES* 3/2014, ČNB 2014.
- GERDESMELER, D.: Proč je pro vás důležitá stabilita cen? Frankfurt am Main: ECB 2009, ISBN 978-92-899-0407-0.
- HÁBA, S.: Způsoby ukončení kvantitativního uvolňování na příkladech Japonska, Spojeného království a Spojených států amerických. *Politická ekonomie*, 2019, vol. 67, č. 1, s. 48-64.
- HANNICH, G. *Deflace – utajené nebezpečí*. Praha: Earth Save, 2008, ISBN 978-80-86916-04-0
- HAVRANEK, T., RUSNAK, M.: 2013. Transmission Lags of Monetary Policy. A Meta-Analysis. *International Journal of Central Banking*, 2013, vol. 9, n. 4, p. 39-75.
- HOLMAN, R.: *Ekonomie*. 6. vydání. Praha: C. H. Beck 2016, ISBN 978-80-7400-278-6.
- HOLUB, T. Intervence vůči koruně potrvá ještě rok. *Týdeník Ekonom*, 13. 2. 2014, s. 22.
- HOLUB, T.: 20 let cílování inflace: „Módní doktrína“ nebo zlatý věk v naší 100leté historii? In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 15-40, ISBN 978-80-87492-14-7.
- HUSNÍK, K.: Kvantitativní uvolňování. *VIII. Konference studentské vědecké odborné činnosti*. Právnická fakulta UK, Praha 2015.

- HUSNÍK, K. Inflation, deflation a Česká národní banka. In *Universitas Carolina Facultas Iuridica, Sborník č. 58. VII. Konference studentské vědecké odborné činnosti. Sborník vítězných prací*, Pavel Šturma, P. (ed.), Vydala Právnická fakulta UK v nakladatelství Eva Rozkotová, Beroun 2014, ISBN 978-80-87975-11-4,  
<http://www.rozkotova.com/ebooks/sborniky58/files/assets/common/downloads/publication.pdf>
- JÁNOŠÍKOVÁ, P., MRKÝVKA, P., TOMAŽIČ, I. a kol.: *Finanční a daňové právo*. Plzeň: Nakladatelství Aleš Čeněk 2009 ISBN 978-80-7380-155-7.
- JÍLEK, J.: *Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk*. Praha: Grada 2013, ISBN 978-80-247-3893-2.
- JÍLEK, J.: *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada 2013, ISBN 978-80-247-4516-9.
- JUREČKA, V. a kol.: *Makroekonomie*. Praha: Grada 2010, ISBN 978-80-247-3258-9.
- KARFÍKOVÁ, M. a kol.: *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer 2018, ISBN 978-80-7552-935-0.
- KLIKOVÁ, Ch., KOTLÁN, I. a kol.: *Hospodářská a sociální politika*. 5. vydání. Ostrava: VŠ sociálně správní, 2019. ISBN 978-80-87291-23-8
- KODEROVÁ, J., SOJKA, M., HAVEL, J.: *Teorie peněz*. Praha: Wolters Kluwer 2008, ISBN 978-80-7357-359-1.
- KOTLÁN, V.: *Politická ekonomie nezávislosti centrální banky*. Praha: Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 2001, ISBN 80-238-7582-5.
- KRUGMAN, P., DOMINQUEZ, K., ROGOFF, K.: It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, no. 2, pp. 137-205.
- KUNERT, J., NOVOTNÝ, J.: *Centrální bankovníctví v českých zemích*. Praha: Česká národní banka, 2008, ISBN 978-80-87225-06-6.
- KVASNÍČKA, M.: Cílování inflace: Teorie a praxe. *Politická ekonomie*, 2000, č. 5, s. 647-659.
- MANDEL, M.: Měnový kurz české (československé) koruny: poznámky a otázky. In *Česko-Slovenská koruna v podpisech*. Garanová, M. (ed.), Praha: Památková komora ČR, 2019, s. 41-60, ISBN 978-80-87492-14-7.
- NGUYEN, L. M.: Output Effect of Monetary Policy in Emerging and Developing Countries: Evidence from a Meta-Analysis. *Journal Emerging Markets Finance and Trade*, 2020, vol. 56, no. 1, p. 68-85.
- PAVLÍČEK, V. a kol.: *Ústavní právo a státopráva*. II. Díl, Praha: Linde a.s., 2008, ISBN 978-80-7201-694-5.
- REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1999; ISBN 80-85943-89-1.
- RUSMICHOVÁ, L., SOUKUP, J. a kol.: *Makroekonomie*. Slaný: Melandrium 1995, ISBN 80-901801-3-2.
- RÝDL, T., BARÁK, J., SAŇA, L., VÝBORNÝ, P.: *Zákon o České národní bance: Komentář*. Praha: Wolters Kluwer, 2014, ISBN 978-80-7478-622-8.

- SEKNIČKA, P.: Obecně o rizicích a regulaci finančních trhů. In Kol. autorů (Bažantová, I., ed.): *Ekonomie regulace: Lekce z globální finanční krize*. Praha: V. Lelek, 2010, s. 19-32, ISBN 978-80-904837-0-5.
- SINGER, M.: Letošní inflační šok očima ČNB. In *Inflace: Krátkodobý výkyv nebo střednědobá hrozba?* Sborník textů č. 69/2008. Praha: CEP 2008, s. 11-28, ISBN 978-80-86547-04-6.
- SLANÝ, M.: Ekonomika: Účet za devizové intervence teprve dostaneme, *Bankovníctví*, 2017, č. 9, s. 26-28.
- SLANÝ, M., SKOPEČEK, J.: Falešná pýcha centrálních bankéřů, *Týdeník Euro*, 15. prosince 2014.
- SLANÝ, M., SKOPEČEK, J.: *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*, Sborník, č. 16/2015, Praha: IVK 2015, ISBN 978-80-87806-93-7.
- STUHLÍKOVÁ, Z.: *Japonská ekonomika ve 21. století: Trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014, ISBN 978-80-245-2030-8.
- ŠMÍDKOVÁ, K., TŮMA, Z.: Soudobé evropské pojetí nezávislosti centrální banky. *Finance a úvěr*, 1999, č. 49, s. 507-510.
- TOMŠÍK, Vladimír a kol.: *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Nakladatelství Aleš Čeněk, 2018, ISBN 978-80-7380-697-2.
- TOMŠÍK, V., VLČEK, J.: Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. *Bankovníctví*, 2017, č. 10, s. 29.
- VENCOVSKÝ, F.: *Vzestupy a propady československé koruny*. Praha: Oeconomia 2003, ISBN 80-245-0497-9.
- ZAMRAZILOVÁ, E.: Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie*, 2014, č. 1, s. 3-31.

## **2. Seznam použitých internetových zdrojů [on line 20. 6. 2020]**

### **Dokumenty**

- Česká národní banka: Zpráva o inflaci II/2020. Praha: ČNB, květen 2020, in [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).
- Český statistický úřad, Oficiální web in <https://www.czso.cz>, konkretizace v textu práce.
- Dokumenty České národní banky in Oficiální web České národní banky, in [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz), konkretizace v textu práce.
- Dokumenty Evropské centrální banky in [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu), konkretizace v textu práce.
- Dokumenty FED in <http://www.federalreserve.gov/>, konkretizace v textu práce.
- Sněmovní tisk č. 791: Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů Parlament ČR, Poslanecká sněmovna, VIII. volební období, in <https://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=791&CT1=0>
- Stenoprotokol, 44. schůze PSP, VIII. volební období, ze dne 8. dubna 2020, tisk č. 791, in <https://www.psp.cz/eknih/2017ps/stenprot/044schuz/s044040.htm>

### **Ostatní**

- BERKA, J.: „Whatever it takes“ i v červnu. ECB navyšuje podporu. Dne 4. 6. 2020, *Roklen 24*, in <https://roklen24.cz/a/STSYj/whatever-it-takes-i-v-cervnu-ecb-navysuje-podporu>

- FILÁČEK, J.: Měnová politika je vpředhledící, Oficiální web České národní banky, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00004>
- FILÁČEK, J.: Jak vzniká prognóza, Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00005/>
- FILÁČEK, J.: Otevřenost a důvěryhodnost centrální banky, Oficiální web České národní banky, in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00009/#>
- Jak vlastně funguje to slavné kvantitativní uvolňování? *Zpravodajský web E15.cz*, dne 16. 9. 2012, in [http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-kvantitativni-uvolnovani-914790#utm\\_medium=selfpromo&utm\\_source=e15&utm\\_campaign=copylinkFED](http://zpravy.e15.cz/zahranicni/ekonomika/jak-vlastne-funguje-to-slavne-kvantitativni-uvolnovani-914790#utm_medium=selfpromo&utm_source=e15&utm_campaign=copylinkFED)
- Kvantitativní uvolňování v USA skončilo, FED zavřel kohoutky. *Investiční web*, 29. říjen 2014, in [www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/10/29/fed-zasedani-rijen-2014](http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2014/10/29/fed-zasedani-rijen-2014)
- KULHAVÁ, K.: Dopad změn sazeb do politiky, Oficiální web České národní banky in <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003>
- KOREC, E.: ČNB s křížkem po funuse, růst cen bytů zpomaluje i bez regulace. 14. 7. 2018, *Roklen 24* in <https://roklen24.cz/a/SNpfY/cnb-s-krizkem-po-funuse-rust-cen-bytu-zpomaluje-i-bez-regulace>
- KRÁL, P.: Dilema současné měnové politiky ČNB, in [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Dilema-soucasne-menove-politiky-CNB/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Dilema-soucasne-menove-politiky-CNB/)
- KRÁL, P., MUSIL, K.: Predikční model ČNB dostává nové plus. In [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Predikcni-model-CNB-dostava-nove-plus/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Predikcni-model-CNB-dostava-nove-plus/) [on line 20. 6. 2020].
- MAŠÁT, M.: Měnové války: Agresůrek Česko. Jsme lovci, nebo kořist? 18. 3. 2014, in *Web Peníze.cz.*, In <https://www.penize.cz/kurzy-men/282577-menove-valky-agresurek-cesko-jsme-lovci-nebo-korist>
- SLANÝ, M., SKOPEČEK, J.: Devizové intervence systémovou stagnací nevyhlídí. Analytický komentář IVK, duben 2014, in [www.institutvk.cz](http://www.institutvk.cz);
- ZÁMEČNÍKOVÁ, J.: Regulace ČNB dopadá nejvýrazněji na regiony. Poptávka slábne a ceny nového bydlení brzdí. *Hypindex*. In <https://www.hypindex.cz/clanky/regulace-cnb-dopada-nejvyrazneji-na-regiony-poptavka-slabne-a-ceny-noveho-bydleni-brzdi/>

### 3. Seznam použitých právních předpisů

Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky

Ústavní zákon č. 2/1993 Sb., Listina základních práv a svobod

Ústavní zákon z 13. listopadu 1992 přijatý pod č. 541/1992 Sb., o dělení majetku České a Slovenské Federativní Republiky

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění změn provedených zákonem č. 60/1993 Sb., zákonem č. 15/1998 Sb., zákonem č. 442/2000 Sb., nálezem Ústavního soudu vyhlášeným pod č. 278/2001 Sb., zákonem č. 482/2001 Sb., zákonem č. 127/2002 Sb., zákonem č. 257/2004 Sb., zákonem č. 377/2005 Sb., zákonem č. 57/2006 Sb., zákonem č. 62/2006 Sb., zákonem č. 230/2006 Sb., zákonem č. 160/2007 Sb., zákonem č. 36/2008 Sb., zákonem č. 124/2008 Sb.,

zákonem č. 254/2008 Sb., zákonem č. 281/2009 Sb., zákonem 285/2009 Sb., zákonem č. 295/2009 Sb., zákonem č. 145/2010 Sb., zákonem č. 156/2010 Sb., zákonem č. 41/2011 Sb., zákonem č. 92/2011 Sb., zákonem č. 136/2011 Sb., zákonem č. 139/2011 Sb., zákonem č. 357/2011 Sb., zákonem č. 428/2011 Sb., zákonem č. 227/2013 Sb., zákonem č. 135/2014 Sb., zákonem č. 204/2015 Sb., zákonem 375/2015 Sb., zákonem 377/2015 Sb., zákonem č. 258/2016 Sb., zákonem č. 183/2017 Sb., zákonem č. 89/2018 Sb., zákonem č. 111/2019 Sb., zákonem č. 277/2019 Sb. a zákonem č. 192/2020 Sb.

Zákon č. 166/1993 Sb., o Nejvyšším kontrolním úřadu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon a zák. č. 323/2016 Sb.

Zákon č. 370/2017 Sb., o platebním styku

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů

Nařízení vlády č. 142/1994 Sb., nařízení vlády, kterým se stanoví výše úroků z prodlení a poplatku z prodlení podle občanského zákoníku, ve znění pozdějších předpisů

Nařízení vlády č. 351/2013 Sb., nařízení vlády, kterým se určuje výše úroků z prodlení a nákladů spojených s uplatněním pohledávky

Smlouva o fungování Evropské unie, Konsolidované znění, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=celex%3A12012E%2FTXT>

#### **4. Seznam použité judikatury**

Nález Ústavního soudu ČR spis. zn. PL. ÚS 59/2000, publikovaném ve Sbírce nálezů a usnesení Ústavního soudu sv. 22 pod č. 90 a ve Sbírce zákonů pod č. 278/2001 Sb. (Nezávislost České národní banky při její péči o stabilitu měny).

Nález Ústavního soudu ČR spis. zn. PL. ÚS 14/01, publikovaném ve Sbírce nálezů a usnesení Ústavního soudu sv. 22 pod č. 91 ve Sbírce zákonů pod č. 285/2001 Sb. (Spor o kontrasignaci rozhodnutí prezidenta republiky o jmenování guvernéra a viceguvernéra ČNB).

## Příloha č. 1

### Inflační cíle České národní banky

a) Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci:

pro rok	ve výši	plnění k měsíci	stanoven
1998	5,5 – 6,5 %	prosinec 1998	prosinec 1997
1999	4 – 5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5 – 5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2 – 4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1 – 3 %	prosinec 2005	duben 1999

b) Cílové pásmo stanovené v inflaci (CPI) v období leden 2002 – prosinec 2005:

	pro měsíc	ve výši	plnění k měsíci	stanoveno
začátek pásma	leden 2002	3 – 5 %	leden 2002	duben 2001
konec pásma	prosinec 2005	2 – 4 %	prosinec 2005	

c) Inflační cíl v inflaci (CPI) ve výši 3 % byl platný od ledna 2006 do prosince 2009.

d) Inflační cíl v inflaci (CPI) ve výši 2 % je platný od ledna 2010 doposud.

Zdroj: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/> [online 20. 6. 2020]



## Příloha č. 2

### Vývoj dvou týdenní repo sazby ČNB

Platná od	(%)	Platná od	(%)	Platná od	(%)	Platná od	(%)
8.12.1995	11,30	31.10.1997	14,80	3.9.1999	6,00	1.6.2007	2,75
29.3.1996	11,50	1.12.1997	18,50	5.10.1999	5,75	27.7.2007	3,00
29.4.1996	11,60	2.12.1997	18,00	27.10.1999	5,50	31.8.2007	3,25
9.5.1996	11,80	3.12.1997	17,50	26.11.1999	5,25	30.11.2007	3,50
21.6.1996	12,40	4.12.1997	16,75	23.2.2001	5,00	8.2.2008	3,75
4.6.1997	39,00	9.12.1997	15,50	27.7.2001	5,25	8.8.2008	3,50
11.6.1997	29,00	10.12.1997	15,00	30.11.2001	4,75	7.11.2008	2,75
18.6.1997	25,00	17.12.1997	14,75	22.1.2002	4,50	18.12.2008	2,25
20.6.1997	22,00	20.3.1998	15,00	1.2.2002	4,25	6.2.2009	1,75
23.6.1997	20,00	17.7.1998	14,50	26.4.2002	3,75	11.5.2009	1,50
24.6.1997	18,50	14.8.1998	14,00	26.7.2002	3,00	7.8.2009	1,25
30.6.1997	18,20	25.9.1998	13,50	1.11.2002	2,75	17.12.2009	1,00
1.7.1997	17,90	27.10.1998	12,50	31.1.2003	2,50	7.5.2010	0,75
7.7.1997	17,00	13.11.1998	11,50	26.6.2003	2,25	29.6.2012	0,50
8.7.1997	16,50	4.12.1998	10,50	1.8.2003	2,00	1.10.2012	0,25
9.7.1997	16,20	23.12.1998	9,50	25.6.2004	2,25	2.11.2012	0,05
16.7.1997	16,00	18.1.1999	8,75	27.8.2004	2,50	4.8.2017	0,25
22.7.1997	15,70	29.1.1999	8,00	28.1.2005	2,25	3.11.2017	0,50
23.7.1997	15,40	12.3.1999	7,50	1.4.2005	2,00	2.2.2018	0,75
24.7.1997	15,20	9.4.1999	7,20	29.4.2005	1,75	28.6.2018	1,00
28.7.1997	14,90	4.5.1999	6,90	31.10.2005	2,00	3.8.2018	1,25
1.8.1997	14,70	25.6.1999	6,50	28.7.2006	2,25	27.9.2018	1,50
4.8.1997	14,50	30.7.1999	6,25	29.9.2006	2,50	Pokračování na druhé straně	

<b>Platná od</b>	<b>(%)</b>
2.2.2018	0,75
28.6.2018	1,00
3.8.2018	1,25
27.9.2018	1,50
2.11.2018	1,75
3.5.2019	2,00
7.2.2020	2,25
17.3.2020	1,75
27.3.2020	1,00
11.5.2020	0,25

**Zdroj:** <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydeni-repo-sazba-CNB/> [online 20. 6. 2020].

## **Abstrakt**

### **Karel Husník: Ekonomické a právní postavení České národní banky v prostředí inflace a deflace**

Cílem práce je analyzovat z právního a poté i z ekonomického hlediska postavení ČNB a měnověpolitické nástroje, které může centrální banka při dosahování svého inflačního cíle v současnosti efektivně používat. Základní kritérium je makroekonomické prostředí inflace, resp. deflace. Práce používá nové členění nástrojů na standardní (konvenční) a nestandardní (nekonvenční).

Práce je multidisciplinární, kombinuje ekonomický a právní pohled. Metoda zkoumání je analýza, deskripce v historické projekci a komparace. Vychází jak z ústavního a zákonného zakotvení, tak z dokumentů a údajů České národní banky uveřejňované na jejích webových stránkách, i z odborných článků a učebnic, dále z údajů Českého statistického úřadu a ekonomických studií.

První kapitola analyzuje postavení nezávislé České národní banky z hlediska jejího ústavního i zákonného zakotvení. Ze zákona a Ústavy definuje cíl a vztahu k ostatním složkám státní moci. Cíl měnové politiky ČNB je stanoven v článku 98 Ústavy České republiky a v § 2 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Hlavní cíl České národní banky – cenová stabilita a její dosahování – je ukotven do pojmu „míra inflace“. Druhá kapitola definuje inflaci a její měření a pojem „deflace“ a deflační past. Těžiště práce je v kapitole třetí, čtvrté a páté. Třetí kapitola je zaměřena na různé měnové režimy a na metodu cílování různých ekonomických veličin. Jsou popsány z historického pohledu měnové režimy v České republice do roku 1997. Je popsán inflační cíl ČNB, nejprve vyjádřený v tzv. čisté inflaci, od roku 2001 v celkové inflaci měřené jako změnu cenové hladiny spotřebního koše (CPI). Mechanismus cílování inflace a měnovou politikou ČNB stanovený inflační cíl, který je dosahován pomocí měnových nástrojů, je charakterizován ve čtvrté kapitole. Nejprve jsou analyzovány nástroje standardní (konvenční) používané při dezinflaci a pak je ukázáno, jak při změnách úrokových sazeb reaguje národní hospodářství přes transmisní mechanismus. Transmisní mechanismus působí přes kurzový, úrokový a úvěrový kanál a kanál cen aktiv na cenovou hladinu. Nekonvenční nástroje používané v podmínkách deflace jsou popsány v kapitole páté. V šesté kapitole jsou zmíněny prognózy, které mají vliv na nastavení úrokových sazeb ČNB. Práce je doplněna grafy, tabulkami a přehlednými schémata. Závěr práce shrnuje postavení, právní a ekonomické možnosti a meze používání měnověpolitických nástrojů Českou národní bankou k dosahování jí vytyčeného cíle.

**Klíčová slova:** centrální banka, měnověpolitické nástroje, inflační cílení

## **Abstract**

### **Karel Husník: Economic and Legal Position of the Czech National Bank in the Environment of Inflation and Deflation**

The aim of this thesis is to analyse the position of the Czech National Bank (CNB) from the legal and economic point of view and to analyse the monetary policy instruments which the central bank can use efficiently in inflation targeting. The primary criterium is macroeconomic environment of inflation, respectively deflation. The thesis newly divides the monetary policy instruments on conventional and non-conventional.

The thesis uses multidisciplinary approach, it combines economic and legal point of view. The methodology of this thesis is analysis, description in historical projection and comparison. The laws of the Czech Republic and the documents of CNB, which are available online, are used. Author also worked with data from the Czech Statistical Office and with various economic studies and papers.

The first chapter of the thesis analyses position of independent Czech National Bank in its constitutional and lawful position. The Law of the Czech National Bank and the Constitution of the Czech Republic defines the purpose of the CNB and her relationship with other components of state power. The CNB's monetary policy objective is set forth in Article 98 of the Constitution of the Czech Republic and in Article 2 of Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank. The aim of CNB is price stability and it falls under the term "inflation rate". The second chapter defines the term inflation, its measuring and the term "deflation" and "deflationary trap". The main part of the thesis lays in the third, fourth and fifth chapter. The third chapter focuses on regimes of monetary policy and the targeting of various economic quantities. The monetary regimes in the Czech Republic from 1997 are described. The thesis covers the inflation targeting of CNB. The monetary regimes are described from the view of history of the currency regime in the Czech Republic until 1997. The inflation target of CNB is described, firstly in so-called net inflation, which is since 2001 measured in the whole inflation as a change of the price level of the CPI. The mechanism of targeting of inflation and the inflation target, which is determined by the price policy of CNB, which is achieved by the monetary instruments, is described in the fourth chapter. Firstly, the author analyses the standard (conventional) instruments, used in the case of reducing the inflation rate, and then the reaction of national economy through the transmission mechanism by the changes of interest rates is showed. Transmission mechanism acts through the exchange rate channel, interest and credit channel and the channel of the asset prices of the price level. Unconventional instruments, used

in the conditions of deflation, are described in the fifth chapter. In the sixth chapter, there is mentioned the prognosis, which have influence on the settings of the interest rates of CNB. The thesis is supplemented by the graphs, tables and clear schemas. Conclusion summarises the position, legal and economic options and the limits of monetary policy instruments of the Czech National Bank.

**Key words:** central bank, monetary policy instruments, inflation targeting